

信用等级公告

联合〔2020〕3142号

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司拟公开发行的 A 股可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月三十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA
公司主体信用等级：AA
评级展望：稳定
发行规模：不超过 8.00 亿元（含）
债券期限：6 年
转股期限：自发行结束之日起 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2020 年 10 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	61.90	66.38	70.15	62.38
所有者权益（亿元）	33.11	35.28	35.16	33.03
长期债务（亿元）	3.01	3.32	0.59	0.00
全部债务（亿元）	3.01	4.32	7.28	7.39
营业收入（亿元）	71.55	77.12	79.28	32.17
净利润（亿元）	4.37	5.60	5.43	1.17
EBITDA（亿元）	8.54	10.21	9.46	--
经营性净现金流（亿元）	6.16	8.53	8.68	-2.53
营业利润率（%）	51.88	52.59	52.55	51.91
净资产收益率（%）	16.51	16.38	15.42	3.44
资产负债率（%）	46.51	46.86	49.88	47.05
全部债务资本化比率（%）	8.32	10.91	17.15	18.28
流动比率（倍）	1.92	1.86	1.48	1.44
EBITDA 全部债务比（倍）	2.84	2.36	1.30	--
EBITDA 利息倍数（倍）	48.85	57.25	59.69	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.07	1.28	1.18	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”或“太平鸟”）的评级反映了公司作为大众时尚服装上市公司之一，在品牌知名度、经营规模及供应链管控等方面具有综合竞争优势。近年来，公司收入规模逐年增长，盈利能力较强，经营活动现金流状况良好，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业属于成熟行业且竞争激烈、公司男装品牌收入有所波动、存货规模较大且面临一定跌价风险、女装加盟商店数量逐年下降、期间费用对公司利润存在侵蚀等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司信息化建设的进一步推进，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8.00 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内知名服装企业，品牌知名度较高。公司是国内知名大众时尚服装上市企业，实施多品牌策略，品牌知名度较高。

2. 公司在供应链管理、产品设计研发方面具有较强的竞争优势。公司以数据为驱动，全面打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应全链路。近年来，公司每年向客户推出服装产品均为一万余款。

3. 近年来,公司收入规模逐年增长,经营活动现金流状况良好,盈利能力较强,债务负担较轻。2017—2019年,公司收入持续增长,年均复合增长5.26%;经营活动现金流净额分别为6.16亿元、8.53亿元和8.68亿元;净资产收益率分别为16.51%、16.38%和15.42%;全部债务资本化比率分别为8.32%、10.91%和17.15%。

关注

1. **市场竞争加剧的风险。**公司所处服装行业属于成熟行业且竞争激烈,近年来,受经济波动、消费者消费需求下降影响行业增速缓慢。

2. **直营零售网络持续扩张带来的资金支出压力。**2017—2019年,公司直营门店数量持续增加,分别为1,271家、1,516家和1,633家,对公司现金流造成一定压力;此外,在目前消费需求下降的背景下,新增零售网点是否能达到经营预期存在较大不确定性。

3. **存货规模较大且存在一定减值风险,费用对利润存在一定侵蚀。**2017—2019年,公司存货占流动资产的比重分别为38.57%、36.71%和37.36%;费用收入比分别为42.34%、42.57%和44.49%。

分析师

蒲雅修 登记编号(R0040217110005)

崔濛骁 登记编号(R0040219050004)

邮箱:lh@unitedratings.com.cn

电话:010-85172818

传真:010-85171273

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层(100022)

网址:www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



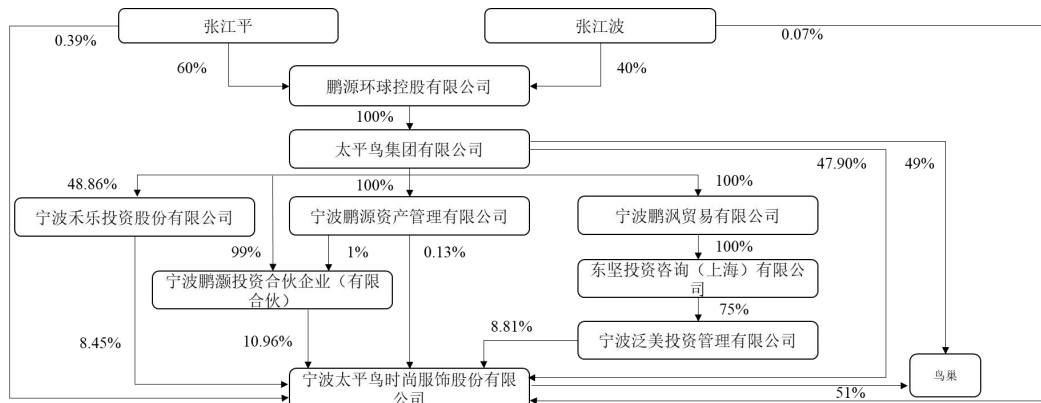
联合信用评级有限公司

肖濛

一、主体概况

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”或“太平鸟”）前身为成立于 2001 年的宁波太平鸟时尚女装有限公司（以下简称“太平鸟有限”），成立时注册资本 200.00 万元，其中太平鸟集团有限公司（以下简称“太平鸟集团”）持有公司 55.22% 股权。2012 年 11 月，太平鸟有限整体变更为股份有限公司。2016 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2976 号文许可，公司首次公开发行人民币普通股 5,500 万股，并于 2017 年 1 月在上海证券交易所上市，股票简称“太平鸟”，股票代码“603877.SH”，发行后总股本 47,500 万股。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本 4.79 亿元，太平鸟集团系公司控股股东，持股比例为 47.90%，张江平和张江波为公司实际控制人。截至 2020 年 7 月 21 日，公司控股股东及实际控制人所持公司股份合计质押 12,266.8 万股，占其持有本公司股份总数的 33.39%。

图 1 截至 2020 年 6 月末公司主要股东股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：服装设计、技术开发和生产、制造、批发、零售；服装租赁；童装、婴儿服装、婴儿睡袋、皮革制品、羽绒制品、服饰、鞋帽、袜子、手套、领带、围巾、披巾、面纱、化妆品、内衣、箱包、眼镜、香水、纺织品、玩具、日用百货、文教用品、体育用品的研发、批发、零售、网上销售。

截至 2020 年 6 月末，公司本部内设战略品牌中心、数据运营中心、财经管理中心等职能部门，女装事业部、男装事业部、乐町事业部、童装事业部、线上运营平台、物流事业部和鸟巢事业部等 7 个事业部（附件 1）；公司纳入合并范围子公司 34 家，拥有在职员工 11,068 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 70.15 亿元，负债合计 34.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）35.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益 35.14 亿元。2019 年，公司实现营业收入 79.28 亿元，净利润（含少数股东损益）5.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.68 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.25 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 62.38 亿元，负债合计 29.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.05 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 32.17 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.53 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.20 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市海曙区环城西路南段 826 号；法定代表人：张江平。

二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在上海证券交易所上市。本次可转债发行规模不超过 8.00 亿元（含），按面值发行，每张面值为 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价之间较高者。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的本次可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者；若在前述 30 个交易日内发生

过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在任意连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转债债票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

在本次可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募投项目完成后，有利于公司运营模式升级，增强公司核心竞争能力，并提高抗风险能力。

本次可转债募集资金总额不超过 8 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目，募集资金不足部分由公司自筹解决。

表 1 本次可转债募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	科技数字化转型项目	71,480	65,000
2	补充流动资金	15,000	15,000
合计		86,480	80,000

资料来源：公司提供

科技数字化转型项目包括客户需求与洞察模块（流行趋势与时尚创意信息平台、客户需求洞察平台、数字化商品设计平台、商品计划智能调补配平台等）、全价值链效率提升模块（智慧企业大数据平台、企业共享服务与协作平台、供应链协作平台、SAP 系统平台等）、数字化应用场景模块（数字化营销场景应用平台）、新基建平台模块（公有云和私有云建设、信息安全建设等），项目预计投资总额 71,480 万元，拟使用募集资金 65,000 万元。该项目有助于公司实现传统运营模式和方式的变革升级，构建企业的数字化运营管理能力，提高设计开发的精准度，提升商品快速供应效率，进行更精准的营销零售和消费者直接触达，解决“高库存、高缺货并存”行业难题，推动公司高质量可持续发展。

三、行业分析

1. 行业状况

近年来，服装行业增速明显放缓，核心指标利润增速下滑。2020 年新冠肺炎疫情以来，服装零售行业受到一定冲击；随着我国对疫情的控制，服装行业增速逐渐企稳回升。

服装行业为典型的劳动密集型行业，自 2001 年加入 WTO 后，依靠充足且相对低廉的劳动力资源优势及政策上的各项优惠，服装行业快速发展，我国成为服装生产第一大国，服装产量、出口量、出口额连续多年世界第一。而随着宏观经济发展、居民生活水平提高，产业环境发生了较大变化，产能过剩、供需关系改变、产业转型升级，服装行业已经告别了高速增长阶段。我国服装行业大部分分子行业已经进入成熟期，行业整体增速趋缓。

从行业发展来看，2017 年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到 21,903.90 亿元，同比增长 1.1%，增速有所下降；利润总额为 1,263.70 亿元，同比增长 2.9%，增速较上年小幅提升。2018 年，纺织业继续回暖趋势，服装类零售额累计同比有所回升。2019 年，服装市场整体增速放缓，全年限额以上服装类零售额 9,778.10 亿元，同比 2.60%，增速较上年下降 5.95 个百分点，其中 2 月增幅则仅为 1.00%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，农历春节假期至今，零售与零售相关行业均遭遇重大冲击。伴随着零售商大规模关店，社会消费品零售总额与服装类零售额大幅下降，至 6 月累计同比增速有所企稳。

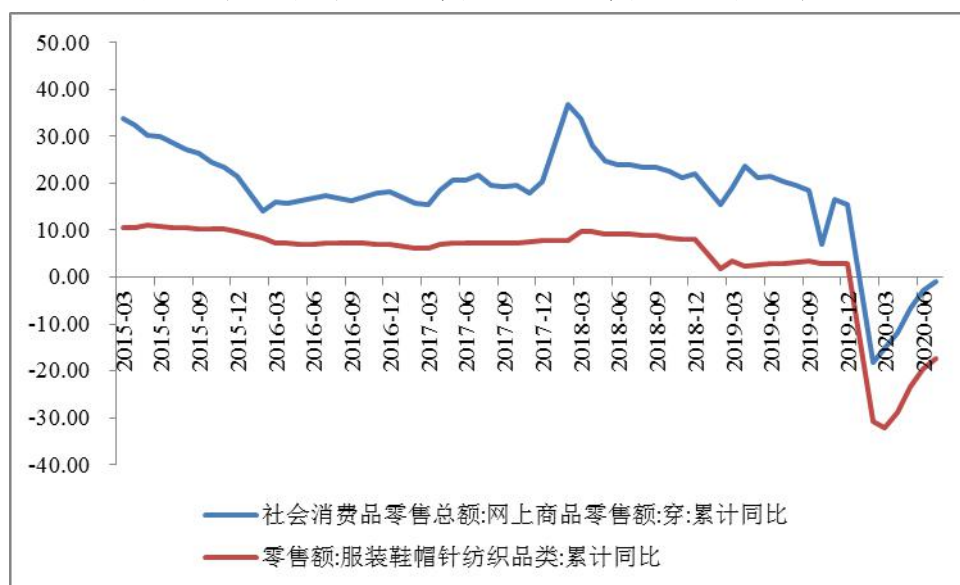
图 2 近年来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：Wind

近年来，电商逐渐成为服装销售的有力增长点。在新基建的大背景下，5G网络，数据中心等新型基础设施建设加快，网络宽带性能进一步提升，消费者消费习惯逐渐偏向网上购物，服装品类消费尤其如此。2015年以来，穿类商品网上零售额累计同比增速大幅超过服装零售额增速，并稳定于高位。2020年，受新冠肺炎疫情影响，网上零售额增速与总零售额较上年同期大幅下降，6月后有所恢复。

图3 近年来服装类产品网上零售额增速与总零售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2. 行业上下游

(1) 上游原材料

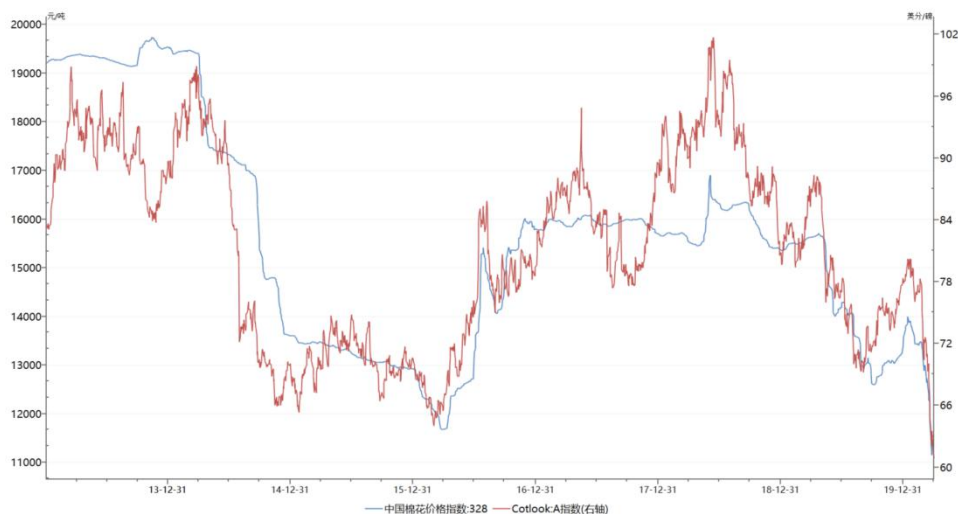
自2014年国内棉花种植补贴政策试点实行以来，棉花价格基本由市场主导，内外棉花价差有所缩小。除市场供需水平影响外，直补政策实施效果、国储棉轮入轮出情况、外棉价格等因素仍对棉花市场形成较大影响。

服装行业上游原材料以棉花、天然纤维为主，少量化学纤维为辅。

棉花是关系国计民生的战略物资，也是仅次于粮食的第二大农作物。目前我国在全球棉花产业中产量第一，消费量第一和进口量第一。棉花作为基础农产品，价格往往受政策面、产量、前期库存量、进出口量、国内消费量、气候、国家储备、替代品、国际市场状况等多方面因素影响。棉花价格的上升将可能压缩服装行业内企业的利润空间，增加盈利难度。

2016年以来，国内328棉花价格呈波动上升态势，截至2016年底，国内328棉花价格指数已回升至15,798元/吨。2017年至2018年棉花价格总体波动不大，维持在15,900元/吨的高位小幅震荡。截至2019年底，国内328棉花价格为13,369.00元/吨，较上年底下降13.05%。国际棉价方面，2019年，外棉价格有所下降，截至2019年底，英国棉花价格Cotlook: A为78.35美分/磅，较上年底下降2.73%。2019年，国内外棉价差整体呈缩小趋势。化纤类服装面料价格方面，截至2019年底，柯桥纺织粘胶价格指数较为平稳，由上年底的103.05点增长0.66%至103.73点。

图 4 近年来国内外棉花价格指数



资料来源：Wind

整体而言，国内应季棉花供需缺口长期存在，需通过储备棉轮出的方式补足缺口，长期来看国内棉花去库存速度较快，国内产量无法有效满足棉花消费。国家发改委 2019 年 4 月 12 日公告，为保障纺织企业用棉需要，2019 年发放 80 万吨棉花进口滑准税配额。据 USDA 4 月 10 日预测，2018—2019 年度，我国棉花供需缺口约为 277.6 万吨，该部分供需缺口主要由进口量及国储棉轮出满足。考虑到 80 万吨新增进口配额、国储棉库存水平较低和补足供给能力下降，我国棉花供需格局总体偏紧，中长期看，国内棉花供需格局偏紧，预计我国棉花价格将呈现上涨的趋势，对纺织服装企业未来的成本控制造成压力。

（2）行业供需情况

近年来服装行业供给增速放缓，进入以调结构为主基调的阶段，未来产能大幅扩张的可能性小；全球经济复苏仍然缓慢，国际订单转移，国内外市场需求呈低迷态势。

供给方面，从固定资产投资来看，行业固定资产投资额增速波动较大，其中受 2008 年国际金融危机影响，增速出现大幅下滑，2009 年以来增速阶段性回升，至 2011 年固定资产投资增速达到近年来最高值，此后受宏观经济下行影响再次出现明显下滑，2012 年以来增速相对平稳；从工业增加值来看，2011 年以来，服装业工业增加值增速呈现波动下降态势，至 2015 年增速已低于 5%；从产量来看，服装产量增速与行业工业增加值增速走势趋同，经历了 2010 年及之前（2008 年受金融危机影响除外）的相对高速增长后，2011 年以来产量增速持续下滑。2015—2019 年，行业持续处于低位，尽管产量有所回升，但投资额及工业增加值未见回暖迹象。2020 年，受到新冠肺炎疫情的影响，服装行业固定资产投资及行业增加值增速大幅下降。

图5 近年来我国服装行业固定资产投资、工业增加值增速（单位：%）



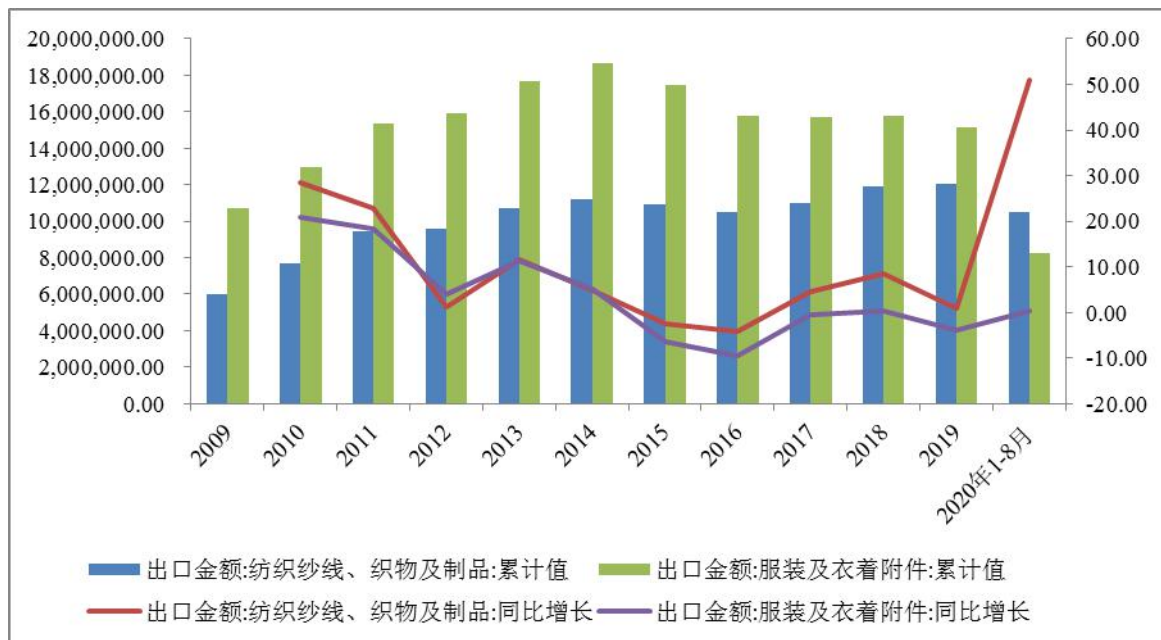
资料来源：Wind

我国服装行业过去十几年的发展主要是价值链底端、低附加值的生产加工环节的发展壮大，经过多年产能的重复、无序扩张，行业整体产能出现结构性过剩，具体表现为低端产能严重过剩，而高端产能不足、需通过进口产品来平衡。此外，长期的供过于求还导致整个行业普遍存在库存过高的现象。近年来，在多重不利因素冲击下，我国服装行业停止产能扩张，企业面临转型升级压力，中小型服装企业纷纷减产甚至停产倒闭，大型服装企业纷纷推行和强化去库存策略，行业供给增速放缓。目前，行业正处于转型期，预计短期内产能大幅扩张可能性较小，仍将以调结构为主。

需求方面，我国服装行业的需求包括出口和内销两个方面。出口方面，我国服装产品主要出口市场为欧盟、美国、东盟、日本、香港、韩国等国家和地区，出口市场集中度较高。入世以来，欧美日三大市场出口额占我国纺织品服装出口总额的比例在 50%~70%。2008 年经济危机后，欧美日等主要发达国家经济受到较大冲击，近年来经济复苏的过程中，经济增速仍处于低位，全球经济复苏乏力，导致需求低迷。此外，随着我国社会经济的发展，人口红利的消失和劳动力成本的上升，导致我国失去劳动力资源禀赋优势，国际服装产业制造正逐步向劳动力密集且低廉的东南亚、南亚地区转移，国际订单也纷纷转移至越南、柬埔寨、孟加拉、印度等国家。在双重因素的影响下，我国服装出口额增速下滑。2010 年以来受全球经济增速放缓影响，出口增速整体呈波动下降趋势，2015 年甚至出现负增长，全年服装出口额同比下降 6.4%，出口量下降 4.2%，出口均价下降 2.3%。据海关统计，我国纺织品服装传统市场出口额占全部出口额的比例持续下跌，截至 2015 年底，除美国外，我国服装行业主要出口市场的出口额增速均为负值。2015 年服装及衣着附件出口额累计 1,742.80 亿美金，同比下降 6.44%，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,095.00 亿美元，同比下降 2.36%；2016 年服装及衣着附件出口额累计 1,578.19 亿美金，同比下降 9.44%，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,050.47 亿美元，同比下降 4.07%；2017 年，服装及衣着附件出口额累计 1,572.01 亿美金，同比下降 0.39%，出口额下降趋势较上年有所收窄，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,097.71 亿美元，同比上升 4.50%，扭转了连续两年来的负增长。2018 年，服装及衣着附件出口额累计 1,576.33 亿美金，同比增长 0.27%，出口额稳中略升，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,190.98 亿美元，同比上升 8.50%。2019 年，服装及衣着附件出口额累计 1,513.68 亿美金，同比下降 3.97%，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,201.99 亿美元，同比上升 0.92%。2020 年 1—8 月，服装及衣着附件出口额

累计 826.09 亿美金，同比上升 0.31%，纺织纱线、织物及制品出口金额为 1,047.97 亿美元，同比大幅上升 51.04%。纺织品外需市场回暖，但总体呈现量增价减，主要依靠数量拉动。

图 6 近年来我国纺织服装出口额及增速情况（单位：万美元、%）



资料来源：Wind

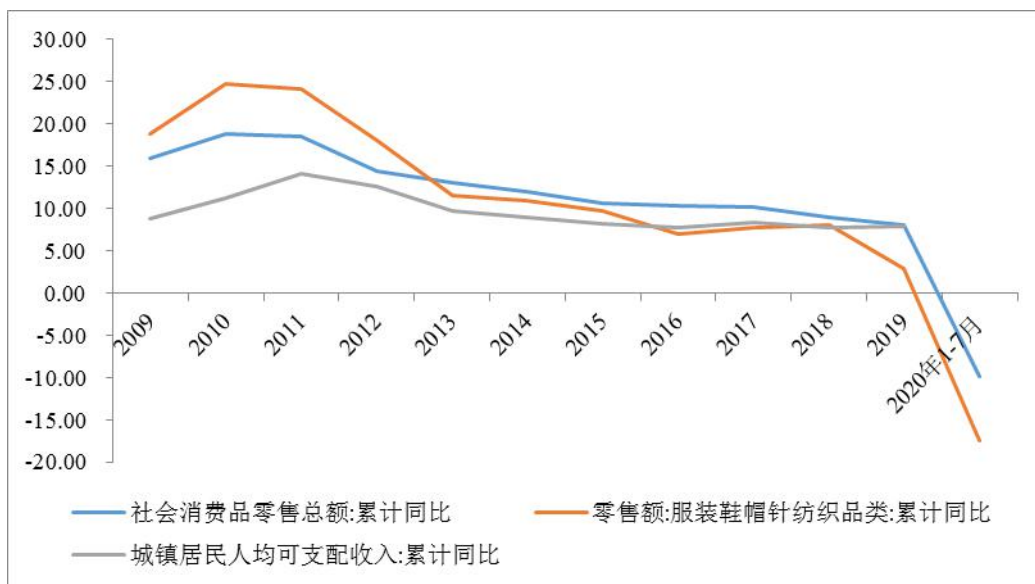
纺织品国外需求方面，中国纺织品出口受全球经济情况影响较大。政策方面，2000 年加入 WTO、2005 年《纺织品服装协定》（ATC）的全面取消两项举措大力促进国内纺织制造企业的发展。从我国纺织服装出口目的国分布来看，纺织品主要出口地区为越南、中国香港、柬埔寨等，这些地区主要为上游原材料、半成品，经再加工制造后再转运发达国家，而服装类主要出口地区为美国、欧盟、日本、韩国等发达国家。国际政治局势的不稳定如国际油价上扬、贸易战、乌克兰危机等多个事件也在一定程度上影响我国纺织服装对外贸易量。

服装的出口也与人民币的汇率密切相关。2018 年 6 月至年底以来人民币呈贬值趋势，利于出口型企业，但 2019 年呈现升值趋势。同时纺织品出口受汇率因素影响，人民币自 2015 年汇改后持续走低，对于我国出口贸易对象东南亚各国来看，汇率的波动可能在报表端对纺织制造出口企业造成汇兑损失，使得企业毛利率承压。

内需方面，2004 年以来，我国社会消费品零售总额年均增长 16.00%；与之相应的，我国服装鞋帽、针纺织品零售额过去 10 年年均增速为 24.23%。但自 2012 年以来，受国内宏观经济下行压力加大、服装行业不景气影响，终端需求增速趋缓，社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2014 年以来，我国服装类零售额和社会消费品零售总额增速均已低于近 10 年来平均增速。国内宏观经济增速放缓，使服装消费市场扩容受到限制，但内需市场波动整体仍小于出口。2015 年，我国社会消费品零售总额同比增长 10.70%，较 2014 年回落 2.30 个百分点，服装鞋帽针纺织品零售额同比增长 9.80%，较 2014 年回落 1.10 个百分点，城镇居民人均可支配收入同比增长 8.20%，较 2014 年回落 0.80 个百分点；2016 年，上述指标分别同比增长 10.46%、7.00%和 7.80%，2017 年上述指标分别为 10.34%、7.80%和 8.30%，终端消费回暖迹象仍不明显。2018 年，我国社会消费品零售总额同比增长 8.98%，较上年回落 1.76 个百分点，服装鞋帽针纺织品零售额同比增加 0.21 个百分点至 8.01%，城镇居民人均可支配收入同比下降 0.50 个百分点至 7.80%。2019 年仅城镇居民人均可支配收入

收入同比上升,至7.90%,社会消费品零售总额和服装鞋帽针纺织品零售额分别下降至8.00%和2.90%,终端消费仍处于探底阶段。

图7 近年来我国居民购买力及服装零售增速(单位:%)



资料来源: Wind

3. 行业竞争

现阶段我国服装行业面临国内外竞争加剧的局面。

服装行业是典型的劳动密集型产业,资本和技术壁垒低,导致整个行业进入门槛较低。现阶段行业内企业众多,且多为中小民营企业,集中度低,行业内竞争异常激烈。国内竞争方面,我国品牌服装则面临着品牌定位不清晰、品牌老化、产品同质化严重、自主研发设计能力弱、供应链整合能力弱、对市场需求变化关注不够重视等问题,加之税费和渠道成本高涨,加价倍率较高,与国外品牌相比,在产品价格方面没有竞争力。随着国外优衣库、ZARA、GAP、H&M等高性价比快消品牌不断进入中国和在在中国市场的加速布局,国内品牌服装竞争力被削弱,市场份额也遭受挤压,品牌服装企业面临较大的经营压力。随着消费需求的升级变化,服装行业中男装、女装、休闲、运动、户外、内衣、童装等各细分子行业所处发展阶段各不相同,竞争激烈程度有所不同,其中男装、女装、休闲、运动品牌的竞争已经进入白热化阶段,户外、贴身内衣、童装等细分行业仍有较大发展空间,但随着细分市场的发展,竞争也将愈发激烈。国际方面,随着劳动力成本上升、人口红利消失,产业制造转移的加速,我国服装企业承接国际订单量可能持续减少,对行业内依赖出口订单的中小企业造成较大冲击。

4. 行业关注

预计在未来相当长的一段时间内,中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型等多方压力,纺织品服装出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

在节能环保方面,国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高,纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力,节能减排水平提升受到制约。2018年1月1日起,《环境保护税法》开始施行,行业环保压力更加突出,特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业,发展形势更为严峻。

出口方面，我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成。纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在 13%左右的水平。在中国纺织品服装出口前 10 大市场中，美国占第一位，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。目前美国该行业关税较低，如中国服装常见产品类关税一般在 10%~20%左右，上述产品的关税若提升至 45%将对出口带来较大影响。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。

5. 行业发展

未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016—2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过 3,000 美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司拥有多品牌开发能力，同时差异化多品牌运营有助于公司扩大客户群体，分散单一品牌的风险。公司供应链以数据为驱动，有助于时尚产品快速反应，增强公司畅销产品销售的同时降低库存风险。

公司是一家时尚品牌零售公司，聚焦时尚行业，实施多品牌策略，现拥有 PEACE BIRD 太平鸟女装（以下简称“PB 女装”）、PEACE BIRD 太平鸟男装（以下简称“PB 男装”）、LEDIN 乐町女装（以下简称“乐町女装”）、Mini Peace 童装（以下简称“MP 童装”）、MATERIAL GIRL “物质女孩”女装、PETi TAVriL 贝甜童装、PEACEBIRD LIVIN’ 太平鸟巢家居等多个品牌。各品牌在目标消费群、品牌定位及品牌风格等方面错位互补，满足日益多元的消费需求。

产品设计方面，公司自品牌创立以来始终致力于自主研发设计，已拥有一支高素质、具有国际视野的研发设计团队。2017—2020 年 6 月末，公司持续与知名 IP、设计师等展开合作，陆续

推出 PEACEBIRD WOMEN×PEPSI、PEACEBIRD MEN×SNOOPY、乐町×MARK、MINI PEACE×小黄人，MATERIAL GIRL×茵宝、女装×凤凰自行车、男装×Coca-Cola、童装×迪士尼、太平鸟女装×HARRY POTTER、平鸟男装×芝麻街、LEDIN 乐町×大白兔、Mini Peace 童装×冰雪奇缘等联名款。此外，公司还与芬兰设计师 JUSLIN-MAUNUL、日本关根正悟等知名设计师推出合作款。2019 年 2 月公司以“YOUTH MADE CHINA”主题再次亮相纽约时装周，2019 年 9 月以“太平青年 GAME ON”主题打造艺术之都纽约和梦幻之都巴黎的双城国际时装秀，通过时尚设计表达年轻人的文化自信。截至 2020 年 6 月末，公司设计人员 589 人。近年来，公司向客户推出服装款式维持在 1 万余款。

供应链方面，公司以数据为驱动，全面打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应全链路。在设计端，将多个运营平台数据进行智能分析，捕捉流行趋势和消费者需求，提高商品设计的精准度。在生产端，引入人工智能预估货品需求，持续增强柔性生产供应体系，快速生产出时尚商品。在营销端，通过数据支持促进商品在店铺快速流通，线上大数据支持推进精准营销。此外，公司正在推进商品设计研发和供应链联动的快反机制，向消费者提供具有领先时尚和领先品质的商品，同时拉升货品存货周转，提升经营效率。

营销驱动方面，公司在年轻消费者聚集度高的地方加大渠道资源投入，提高消费者的购物便利性。公司线下在购物中心、百货商场等渠道提升体验感，营造更开放的顾客互动氛围，将门店打造为顾客社区。线上推进传统电商业务占比提升，同时积极推进微信小程序、网红直播等社交零售新渠道，为顾客提供更加丰富多元的购物选择；在哔哩哔哩、抖音、小红书等新流量平台上创建互动内容，营销不同的圈层人群。此外，公司与头部主播李佳琦、薇娅及刘涛等合作进行直播，签约欧阳娜娜成为品牌代言人。

2. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高；员工队伍岗位构成、学历结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。

截至 2020 年 6 月末，公司共有董事 9 名（其中独立董事 3 名）、监事 3 名，高级管理人员 6 名（其中 3 名由董事兼任），公司高管人员大多从事相关行业管理工作多年或在行业内工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长张江平先生，1967 年生，复旦大学 EMBA，高级经济师；2015 年起任公司董事长，兼任鹏源环球控股有限公司执行董事，太平鸟集团董事长等职务；同时担任中国纺织工业企业管理协会副会长、中国服装协会副会长、浙江省服装行业协会副会长、宁波市工商联副主席、宁波市企业家协会副主席、宁波市电子商务协会理事长、宁波市海曙区工商业联合会（商会）主席（会长）等职务、第十五届宁波市人大代表。

公司总经理陈红朝先生，1974 年生，本科学历；历任宁波杉杉股份有限公司部长助理；2015 年起任公司董事、总经理、女装事业部总经理。

截至 2020 年 6 月末，公司共有在岗职工 11,068 人；按岗位构成划分，生产人员占 3.92%、销售人员占 80.41%、设计人员占 5.32%、财务人员占 2.34%、行政人员占 4.82%、物流及仓储人员占 3.18%；按学历划分，硕士及以上学历占 0.52%、本科及大专学历占 33.03%、高中及以下占 66.45%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

公司依据《公司法》《证券法》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的最高权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；对公司增加或者减少注册资本、对外担保、购买、出售资产、股权激励等重大经营事项做出决议。

董事会是公司的经营管理决策机构，向股东大会负责；董事会由9名董事组成，设董事长1名、独立董事3名。公司董事由股东大会选举或更换，任期3年，可连选连任；董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预决算方案等职权。

公司设监事会，由3名监事组成，设监事会主席1人，由全体监事过半选举产生，职工代表监事比例不低于1/3，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事任期3年，可连选连任。监事会主要负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、检查公司财务、向股东大会提出议案等。

公司设总经理1名，副总经理多名，由董事会聘任或解聘。每届任期3年，连聘可以连任，总裁对董事会负责，主要负责公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

截至2020年6月末，公司内设战略品牌中心、数据运营中心、财经管理中心等7个职能部门，女装事业部、男装事业部、乐町事业部、童装事业部、线上运营平台等7个事业部。同时，公司根据自身经营特点以及业务需要，制定了较为完善的内部管理制度。

财务管理方面，公司严格按照《会计法》《企业会计制度》以及《企业会计准则》等政策及相关法规制度的规定建立了会计核算制度。公司制定了一系列财税管理办法，对会计核算、货币资金管理、会计档案、发票管理、财务分析、利润分配等等日常业务作出规范，在财务、资金、财务核算、成本费用、收入、利润和对外担保等方面形成了一整套完善的财务管理体系。

子公司管理方面，为加强对子公司的管控，确保子公司业务符合公司战略发展方向，有效控制经营风险，公司制定了《子公司管理制度》，该制度在子公司股权管理、人事管理、财务管理、内部审计监督、重大事项管理、信息管理等方面作出了明确规定。

加盟商管理方面，公司为确保对加盟商和加盟市场的管理有序、规范、高效，制定了《加盟商管理制度》，规定了加盟商的开发、准入、绩效评估、奖惩及退出等过程。

对外担保方面，公司为规范对外担保，控制资产运营风险，制定了《对外担保制度》，规定了需在董事会会议审议通过后提交股东大会审议的对外担保情形、不得对外担保的情形、担保资料的保

存和其他风险控制措施。

六、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司采用多品牌模式经营，营业收入逐年增长，主营业务毛利率较高且较为稳定。其中PB女装和PB男装是营业收入的主要来源，乐町女装和MP童装收入增长较快。2020年上半年，受益于PB女装和乐町女装线上销售增加，公司营业收入较上年同期有所增长，但随着营销活动及折扣力度的增加，公司主营业务毛利率较上年同期有所下降。

公司主营业务为时尚品牌零售，包括PB女装、PB男装、乐町女装、MP童装等多个品牌。2017—2019年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长5.26%，主要系公司线下直营渠道网络扩张及线上销售规模增长所致；公司净利润波动增加，分别为4.37亿元、5.60亿元和5.43亿元，年均复合增长11.47%；公司主营业务收入占营业收入的比重分别为98.87%、99.02%和99.03%，主营业务十分突出。

从收入构成情况来看，2017—2019年，公司PB女装收入波动增长，年均复合增长4.75%。2019年，PB女装收入为29.46亿元，同比增长10.13%，主要系2017—2018年公司对女装品牌风格进行调整，2019年调整到位所致。PB女装占主营业务收入的比重有所波动，分别为38.02%、35.02%和37.52%。2017—2019年，PB男装收入波动增长，年均复合增长1.85%。2019年，PB男装收入26.14亿元，同比下降7.63%，主要系一方面休闲男装行业竞争加剧，另一方面PB男装调整产品风格所致。PB男装占主营业务收入的比重波动下降，分别为35.69%、37.05%和33.29%。2017—2019年，乐町女装收入逐年增长，年均复合增长9.22%，主要系公司在乐町女装门店增加以及线上销售收入增加所致。乐町女装占主营业务收入的比重波动上升，分别为13.43%、13.20%和14.40%。2017—2019年，MP童装收入逐年增长，年均复合增长12.66%，主要系童装市场景气度较高所致。MP童装占主营业务收入的比重逐年上升，分别为10.04%、11.31%和11.46%。其他收入占主营业务收入的比重不大，对公司营业收入影响不大。

表2 2017—2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
PB女装	26.85	38.02	54.26	26.75	35.02	53.11	29.46	37.52	53.96
PB男装	25.20	35.69	56.71	28.30	37.05	57.37	26.14	33.29	55.74
乐町女装	9.48	13.43	43.70	10.08	13.20	49.88	11.31	14.40	50.45
MP童装	7.09	10.04	52.37	8.64	11.31	52.73	9.00	11.46	52.73
其他品牌	1.73	2.45	46.62	2.21	2.89	48.57	2.43	3.10	45.10
服饰制造及其他	0.40	0.37	22.02	0.40	0.52	15.76	0.18	0.22	52.03
合计	70.74	100.00	53.22	76.37	100.00	53.90	78.51	100.00	53.63

资料来源：公司年报

从毛利率来看，公司各类产品受当年促销计划、销售渠道变化，以及直营店、加盟店和线上等渠道销售占比变动的的影响，毛利率有所变化，但变化不大。2017—2019年，公司PB女装毛利率波动下降，分别为54.26%、53.11%和53.96%；PB男装毛利率波动下降，分别为56.71%、57.37%和55.74%；乐町女装毛利率逐年提升，分别为43.70%、49.88%和50.45%；MP童装毛利率较为稳定，

分别为 52.37%、52.73%和 52.73%。其他业务规模较小，对公司利润影响不大。综上，2017—2019 年，公司综合毛利率波动上升，分别为 53.22%、53.90%和 53.63%。

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 32.17 亿元，较上年同期增长 3.11%，主要系公司 PB 女装和乐町女装线上销量增加，以及疫情结束后公司各品牌线下销售恢复所致；实现净利润 1.17 亿元，较上年同期下降 8.45%，主要系新冠肺炎疫情期间公司加大商品促销力度所致。

从收入构成来看，2020 年 1—6 月，PB 女装收入为 12.10 亿元，较上年同期增长 9.86%，主要系线上销售快速增长所致；PB 男装收入为 9.55 亿元，较上年同期下降 11.90%，主要系 2020 年一季度受疫情影响，线下收入减少所致；乐町女装收入为 4.79 亿元，较上年同期增长 14.60%，主要系线上收入快速增长所致；MP 童装收入为 3.45 亿元，较上年同期下降 58.92%，主要系受疫情影响线下业务收入减少所致。

从毛利率来看，2020 年 1—6 月，PB 女装毛利率较上年同期下降 3.96 个百分点至 54.58%，PB 男装毛利率较上年下降 4.02 个百分点至 54.58%，MP 童装毛利率较上年下降 8.84 个百分点至 47.51%，主要系一方面 2020 年上半年线下业务受新冠肺炎疫情影响收入减少，另一方面公司营销活动及折扣力度增加所致；乐町女装毛利率为 53.09%，较上年同期上升 1.23 个百分点，变化不大。

2. 业务运营



资料来源：公司年报

(1) 开发设计

公司各品牌实行相对独立的产品设计，产品设计以数据为依据。近年来公司积极推进大数据分析及快单研发，提高了公司的产品研发效率。

公司研发设计从商品企划开始。商品企划是各品牌业务流程的起点，连接设计、采购、生产、物流和营销各环节。

公司各品牌事业部的设计研发部门根据品牌定位、商品企划方案、流行趋势及历史销售情况等，开展商品研发和设计。在设计过程中，研发设计部门与企划、生产及营销等部门进行沟通，结合各部门从产品市场需求、成本构成和品牌推广等方面提出的建议，开发出符合品牌定位与目标消费者需求的时尚产品。

公司企划部门具体负责相关市场信息的调研、收集；公司年度产品上市关键时间节点规划；每一开发季商品财务计划和企划方案的制定和组织实施；每一开发季产品上市计划的策划和组织实施；组织产品内审、定价、定量、订单信息处理以及相关信息更改的控制；直营门店的配货及补货；协助和指导加盟商订货；跟踪产品上市及零售过程，根据数据反馈进行日常货品分析，及时调整促销策略；进行每一季的季后货品总结，并给出货品调整建议等。

在每季产品上市前期，设计研发部门组织开展各种外部市场调研活动，内容包括：国际流行时尚趋势信息采集；面、辅料流行趋势信息采集及调样；标杆品牌和竞争品牌信息收集；近期同季产

品销售信息收集；有关的外加工和特殊工艺工厂信息收集等。根据市场调研和其他市场信息，通过召开产品设计企划会，设计研发部门会同其他部门对产品设计企划方案进行内部讨论、汇总和整理，形成产品设计企划方案。产品企划方案包括本季产品主题和灵感源；色彩搭配；面、辅料选用等。此外，近年来，公司积极推行快单研发。对于当季产品，在通过大数据的收集和分析后，针对分析结果进行快速设计、打样，通过公司柔性供应商生产线快速生产。目前，公司快单研发产品从设计至上市的周期一般为 15~45 天。

产品设计方面，公司设计师通过欧洲、北美及日韩等国外市场的考察学习，参加国际流行前沿的时装发布会、知名时装走秀活动，与法国 MARTINE LEHERPEUR CONSEIL 设计咨询公司等一批国内外知名设计咨询公司建立了战略合作，及时掌握最新流行趋势。截至 2020 年 6 月末，公司拥有设计人员 589 人。近年来，公司向客户推出服装款式维持在 1 万余款，全部为公司自主设计研发。

（2）采购环节

公司采取“外包加工为主、自主生产为辅”的采购模式，在对供应商的选择、管理和产品质量控制方面制度较为完善。2017—2019 年，公司成衣采购数量波动下降，但成衣采购均价波动上升。公司采购集中度较低。

公司采取“外包加工为主、自主生产为辅”的采购模式，充分利用第三方成衣供应商专业化生产能力，进行委托加工、采购成衣。由于公司直接向服装加工厂采购成衣，公司于采购成衣时仍需向加工厂提供唛头、商标、包装等材料。公司与外包方采取买断式的采购模式，除质保问题以外，与外包方之间不存在其他的退换货协议。

公司目标消费群体主要为追求时尚的年轻消费群体，为保证产品的新鲜感和吸引力，公司会保持较高频率的上货波段，零售门店可以做到每 1~2 周上一次新品。基于上述产品特点，公司一般在产品上市前 4~6 个月安排生产计划，根据产品特点选择合适的外包方进行采购，对于销售情况较好的商品，公司会采取追单的形式向供应商追加采购。

外包产品质量管理方面，公司产品质量主要由各事业部品控部门跟踪管理控制，对面辅料、产品版型、外包加工等全过程对供应商的生产技术水平和产品质量控制标准实行严格管控。对面辅料的质量控制方面，外包方需根据公司的产品质量及国家相关质量要求，生产前确认所有面辅料取得国家认可的相关品质报告并通过公司质量要求。对版型的质量控制方面，外包方需根据公司提供的资料做头版、产前样版，经公司确认封样后才可生产。对成衣的质量控制方面，公司在外包方生产过程中，派驻检验人员驻成衣厂对生产流程进行必要指导、监督、检验，并对最终产品进行质量抽检工作，部分产品的最终检验，公司会委托专业第三方品检公司对产品质量进行跟踪检验。

供应商管理方面，公司建立了系统的供应商管理体系。在供应商的选择方面，公司通常会对准备合作的供应商组织评审组现场考察，包括但不限于其规模、设施、团队、主要合作客户等，经评审合格的方能进入公司合格供应商名单，日常公司根据货期、供应商排单及品类等从合格供应商中选择下单。公司各事业部均有相关供应商淘汰机制，通常为合作中经考核以及相关部门评审，经反馈整改后仍不合格的供应商进行淘汰。

结算方面，公司依据不同产品品类的基础价格体系核算基本加工费，将供应商开发打样产品的采购加工成本明细与公司基本加工费进行核对，再比较同品类若干供应商的报价，最终确定外包供应商及加工费。公司对外采购时一般会预付供应商 20%~30% 的货款，货物验收进仓后一般在 90 天内按合同约定付款进度结清，结算支付方式主要为银行转账。

公司根据不同产品类型采取不同的采购模式，自主采购的面料主要包括羽绒、毛纺、毛条、皮草等价值较高的核心面料，以满足产品零售价需求，降低产品采购成本，预防原材料市场价格波动，

同时确保产品品质；对于拉链、粘衬、纽扣等核心辅料采用每年公开招聘年度最优供应商开展战略合作，以确保品质与成本；管控唛头、标签牌等的供应商，以有效管理品牌标志。

表 3 2017-2019 年及 2020 年 1-6 月公司服饰采购情况

	产品	成衣	配饰及其他
2017 年	采购数量（万件）	3,535.76	305.76
	采购均价（元/件）	101.06	43.72
	采购金额（万元）	357,332.82	13,368.29
2018 年	采购数量（万件）	3,308.76	330.75
	采购均价（元/件）	106.94	42.62
	采购金额（万元）	353,839.38	14,606.76
2019 年	采购数量（万件）	3,373.42	342.33
	采购均价（元/件）	107.88	40.00
	采购金额（万元）	363,931.72	13,692.01
2020 年 1-6 月	采购数量（万件）	1,829.67	909.16
	采购均价（元/件）	69.28	11.75
	采购金额（万元）	126,763.09	10,681.54

资料来源：公司提供

采购数量方面，2017-2019 年，公司成衣采购数量波动下降，年均复合下降 2.32%，主要系公司逐步推行 TOC 商品管理方法打造柔性供应链，减少一次性采购所致；配饰及其他采购数量逐年增加，年均复合增长 5.81%，主要系公司家居系列产品规模扩大所致。采购均价方面，2017-2019 年，成衣采购均价波动上升，主要系原料价格以及人工加工成本上升所致；配饰及其他采购均价逐年下降，主要系家居产品 2018 年调整产品结构，单价较低的品类有较大增加所致。

采购集中度方面，2017-2019 年，公司前五大供应商采购金额分别为 3.50 亿元、4.87 亿元和 4.32 亿元，占采购金额的比重分别为 9.13%、12.64%和 11.64%，集中度较低，不存在对单一供应商依赖程度较高的情况。

表 4 2017-2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商	采购金额	占总采购金额比重
2017 年	第一名	9,142.22	2.45
	第二名	8,693.92	2.33
	第三名	6,218.92	1.67
	第四名	5,510.35	1.48
	第五名	5,482.07	1.47
	合计	35,047.48	9.40
2018 年	第一名	14,649.40	3.80
	第二名	13,336.04	3.46
	第三名	8,358.48	2.17
	第四名	6,199.07	1.61
	第五名	6,174.30	1.60
	合计	48,717.29	12.64
2019 年	第一名	14,799.49	3.97
	第二名	8,491.88	2.28
	第三名	6,926.59	1.86
	第四名	6,653.36	1.78
	第五名	6,307.66	1.69
	合计	43,178.98	11.58

资料来源：公司提供

(3) 产品销售

公司产品采取“直营与加盟为主，代理为辅”的销售模式，其中直营模式分为线上和线下两种销售渠道。公司产品收入主要来自直营模式。近年来公司直营门店数量整体呈增加模式，加盟门店数量有所波动。公司在仓储物流和对门店的管理方面制度完善。

公司产品采取“直营与加盟为主，代理为辅”的销售模式，其中直营模式分为线上销售和线下销售。

从收入占比来看，2017—2019年，公司销售收入主要来自线下销售，但线上收入占比逐年提升。线下收入中直营店收入占比逐年提升。2020年1—6月，公司线下销售收入19.54亿元，较上年同期下降10.42%，主要系受新冠肺炎疫情影响，线下门店无法正常营业所致，占营业收入的比重较上年下降7.43个百分点至63.48%；线上销售收入11.24亿元，较上年同期增长25.64%，主要系公司传统电商渠道持续发力的同时，社交零售新渠道快速发展所致，占营业收入的比重较上年上升7.43个百分点至36.52%。

表5 2017—2019年公司服饰运营不同销售模式营业收入情况（单位：亿元、%）

销售模式	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
线上销售	17.90	25.45	44.75	19.97	26.29	44.88	23.12	29.52	44.60
线下销售	52.44	74.55	56.27	56.00	73.71	57.38	55.21	70.48	57.41
其中：直营店	27.91	39.67	64.93	31.92	42.01	64.51	33.69	43.01	65.34
加盟店	23.75	33.77	46.90	24.00	31.59	48.11	21.49	27.43	45.05
其他	0.78	1.11	31.47	0.09	0.11	-1.30	0.03	0.04	13.03
合计	70.35	100.00	53.34	75.97	100.00	54.09	78.33	100.00	53.63

资料来源：公司提供

公司线下直营模式由公司开设自营门店，负责门店的管理工作并承担相应的费用。公司一般租用商业街、购物中心的门店，负责商品供应及销售、门店人员的管理及薪酬，向终端消费者收款并根据消费者要求开具销售发票。公司直营门店销售一般配备3~5名销售人员，他们需充分了解到店客户需求，将品牌理念传递给顾客，并进行产品的推介以提升进店转换率。此外，公司门店装修一般每三年会进行一次升级。

公司线上直营由线上运营平台事业部统一负责公司所有品牌的电商业务，销售公司品牌产品，与公司各品牌事业部紧密合作。线上运营平台事业部通过入驻天猫商城、唯品会、京东商城等电子商务主流开放平台，拓展网络销售渠道，扩大销售覆盖面。在传统电商持续发展的同时，公司积极推动微信小程序、网红直播等社交零售新渠道，门店零售伙伴参与造节营销、门店直播、小程序零售等提升零售业绩。公司持续与薇娅、李佳琦、刘涛、林依轮等网红明星开展直播带货，在确保财务收益的前提下，提高公司的品牌影响力。

公司对加盟商的管理主要依据与其签订的《特许经营加盟合同》，为充分发挥加盟店的作用并实施有效管理，公司对加盟商及加盟店建立了系统管理体系，同时，公司对加盟商及门店经营管理给予一系列指导和支持。为减少加盟商的经营风险，支持加盟商的业务发展，公司实行与加盟商共赢机制，订货会模式下，一般给予加盟商一定的退货额度。

公司为有效发挥直营店的辐射效应同时增强对营销网络的管理，采取重点市场以直营为主，其他市场由加盟与代理进行补充的拓展策略。一方面，通过在重点地区的核心商圈开立直营店，发挥直营店对周边市场的辐射作用，提升公司品牌的知名度和影响力，吸引优质加盟商和代理商加入，

从而借助加盟商和代理商的人力、物力进行迅速的市场拓展与渗透，扩大营销网络覆盖面。另一方面，由于重点市场的租金、人力成本一般较高，往往需要较大规模的投资，需要经营者具备一定的综合实力，适合公司布局直营店；其他市场的投资相对较小，适合加盟商与代理商进行市场拓展。

门店管理方面，公司实现了营销网点管理的标准化，直营店、加盟店和代理店在品牌形象、店务形象、商品陈列、产品吊牌价格、终端营运、员工培训和信息系统等方面均保持统一，从而保持品牌形象和运营的一致性。

公司每年举行以不同季节为主题的订货会，供加盟商订货。加盟商在确定签订产品的款式和数量后，在规定时间内交付订货量总额的约定比例的货款作为订金，订金可用于抵扣该季末次订货产品货款。公司按统一约定价格供货给加盟商。近年来，公司主要品牌实行 TOC（拉式补货）模式，即①加盟商由传统的 100% 订货改为 70% 订货、30% 补货模式，从补货到上架夏装基本在 1~2 周、秋冬装在 2~3 周；②推行“云仓”模式，即线上全国性跨店调配，保证好货卖深；③在女装中 10%~20% 商品根据消费者需求重新设计，周期约 40 天；④线上可以通过预售，提前试销。通过 TOC 方式，公司可以保证爆款的收入实现最大化、提升毛利率、提升售罄率。

橱窗与商品陈列方面，为维护门店形象，使门店持续保持对消费者的吸引力，公司各品牌事业部根据品牌形象、当季主题和商品策略等独立研发各自品牌的橱窗设计与商品陈列方案，制作手册并发放至各门店，对门店员工进行培训和指导。门店按品牌事业部要求执行橱窗设计和商品陈列方案，实现主题表达，品牌事业部定期检查门店的执行情况。

线下零售点方面，截至 2020 年 6 月底，公司拥有各类网点 4,300 个，其中直营网点 1,578 个，加盟网点 2,722 个。新开店方面，2017—2019 年，公司直营门店新开店数量波动增长，年均复合增长 7.06%，主要系一方面公司为扩张营销网络和提升品牌影响力，以及 IPO 募投项目“营销网络建设”的持续推进，每年新开店数量增加，另一方面公司关闭部分店效较低的直营门店所致；加盟门店新开店数量逐年下降，年均复合减少 21.44%，主要系公司对部分重要城市加盟市场进行回收所致。关店方面，2017—2019 年，公司直营店关店数量有所波动，年均复合增长 0.21%；加盟店关店数量有所波动，年均复合下降 0.07%。2020 年 1—6 月，公司加盟店新开及关店数量均高于直营店。

表 6 2017—2019 年及 2020 年上半年公司直营及加盟销售网点分布情况（单位：个）

时间	门店类型	期初数	当期新开	当期关闭	期末数
2017 年	直营	1,198	308	235	1,271
	加盟	2,835	909	764	2,980
	合计	4,033	1,217	999	4,251
2018 年	直营	1,271	387	142	1,516
	加盟	2,980	696	614	3,062
	合计	4,251	1,083	756	4,578
2019 年	直营	1,516	353	236	1,633
	加盟	3,062	561	763	2,860
	合计	4,578	914	999	4,493
2020 年上半年	直营	1,633	63	118	1,578
	加盟	2,860	183	321	2,722
	合计	4,493	246	439	4,300

资料来源：公司提供

分品牌来看，2017—2019 年，PB 女装、PB 男装和乐町女装直营店数量均逐年增长，分别年均复合增长 9.95%，10.69% 和 33.58%；MP 童装直营店数量波动增长，年均复合增长 3.89%，其中 2019 年直营门店数量有所下降，主要系公司对直营店铺中盈利性差的进行优化闭店所致。2017—2019 年，

PB 女装加盟门店数量逐年减少，年均复合下降 3.32%；乐町女装加盟门店数量逐年下降，年均复合下降 9.97%；PB 男装和 MP 童装加盟门店数量有所波动，分别年均复合增长 2.68%和 2.62%。

表 7 2017 - 2019 年及 2020 年 6 月底公司各品牌销售网点情况

品牌	网点形式	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
PB 女装	直营	407	450	492	491
	加盟	1,119	1,101	1,046	1,016
PB 男装	直营	435	475	533	502
	加盟	791	847	834	778
MP 童装	直营	290	347	313	293
	加盟	471	520	496	451
乐町	直营	116	169	207	216
	加盟	475	447	385	382
其他	直营	23	75	88	76
	加盟	124	147	99	95
各品牌	联营	0	16	3	0
合计		4,251	4,594	4,496	4,312

资料来源：公司提供

仓储方面，截至 2020 年 6 月底，公司有仓库 5 个，其中包括总仓慈东仓（慈溪太平鸟物流有限公司）、电商顺丰仓、望春仓、郑州仓（中转仓）、武汉仓（中转仓），其中总仓慈东仓为公司自有产权仓库。

公司整合了公司旗下所有品牌的传统零售渠道的物流配送，服务于太平鸟全国 4,000 余家门店，以及太平鸟互联网线上业务渠道的全国配送服务。这也是国内服装行业首家融合传统零售和电子商务的渠道物流模式，创新应用自动化高架立体仓储等自动化设施和创新流程设计的现代化物流中心。公司同时具备全国立体运输网络和服务的能力，建立了水运、空运、铁路、公路普运、公路快运、快递相结合的全国“立体化”的运输网络体系；整合资源开设“直达专线”、快速高效的进行各级城市的“门到柜”的服务。

公司为所有品牌服饰的传统零售渠道的物流配送服务，以及提供电子商务、网络科技的精准物流服务，包括了仓储流通、订单履行、退货、出库发运等各流程环节。近年来，太平鸟服饰的销售额增长较大，同时电子商务发展势头强劲，日接单量也已突破万单，特别是每年双十一。公司在模式流程优化及服务提升上面建立了一套成熟的运营管理方式。通过电子商务公司在与客户完成订单后，会通过网络接口传送到 WMS（仓储管理系统）上，然后分析所有订单并完成波次计划，通过中控室下达任务指令，由业务营运中心各部门进行订单履行操作，拣选、扫描、差异处理等环节完成出库发运，经由运输系统合作供应商配送到全国各地。同时，公司还设立有 AM 团队，专门负责与电子商务公司的信息互通，在运营过程中对业务开展、客户、服务等方面进行协调和问题解决。

结算方面，公司不同的经营业态下具有不同的结算方式。直营门店方面，与百货店铺的结算主要由商场方统一收银并扣除合同约定扣点后与公司结算，账期一般为 1~3 个月；购物中心及街店的模式下由公司店铺自行收银，主要包括刷卡、微信、支付宝等方式，一般为 T+0 或 T+1 到账。线上销售方面，公司与唯品会一般在产品销售后 45 天左右结算，天猫商场一般为客户确认收货后 15 天内结算。加盟模式下，对于加盟商实行订货制，原则上收到加盟商货款后再进行发货。但对于部分过往合作状况良好、信誉较好的老加盟商，经加盟商申请，公司综合考虑其以往回款金额、可退货额度、开店计划、资金状况、已确认尚未发放的返利或者装修道具补贴等情况，给予不超过退货额

度和返利补贴的授信额度，正常授信期不超过 6 个月。

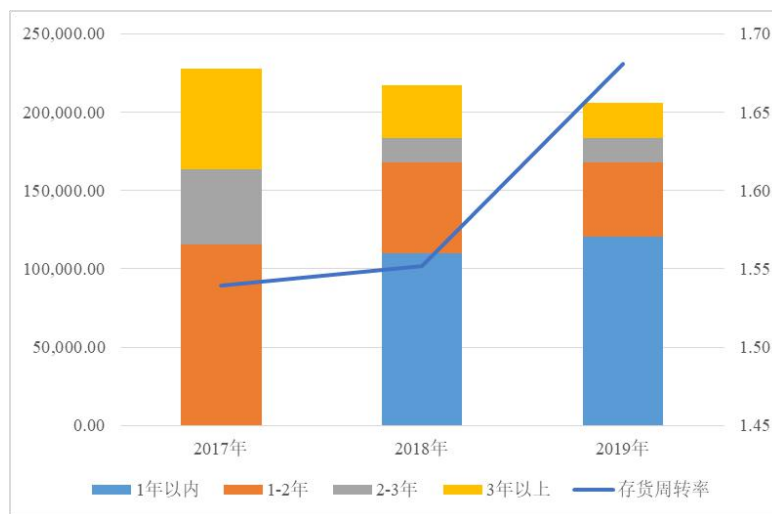
客户集中度方面，由于公司商品均为以零售形式直接面向消费者，按单笔销售金额计算均较小，客户集中度极低。

3. 经营效率

2017—2019 年，公司整体经营效率处于行业中上水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 15.70 次、13.54 次和 12.28 次；总资产周转次数逐年下降，分别为 1.31 次、1.20 次和 1.16 次，存货周转次数逐年上升，分别为 1.54 次、1.55 次和 1.68 次。随着公司存货周转次数的上升，公司存货库龄有所改善，由以 1~2 年库龄的存货转变为 1 年以内的库龄为主。

图 9 2017—2019 年公司存货库龄及存货周转率情况（单位：万元、次）



资料来源：公司年报，联合评级整理

与同行业上市公司相比，公司存货周转率和总资产周转率处于行业较高水平，应收账款周转率处于行业平均水平。

表 8 2019 年同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
603196.SH	日播时尚	1.41	13.74	0.92
603587.SH	地素时尚	2.07	39.46	0.63
603518.SH	锦泓集团	0.99	5.45	0.43
600398.SH	海澜之家	1.44	30.13	0.75
中位数		1.58	20.36	0.78
平均数		1.44	13.74	0.75
603877.SH	太平鸟	2.01	13.03	1.16

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

4. 经营关注

(1) 市场竞争加剧的风险

公司所处的国内中档休闲服饰行业目前整体处于充分竞争状态，国际和国内品牌众多，竞争较为激烈。包括绫致时装公司、Inditex 集团、迅销公司等为代表的国际休闲服饰品牌巨头加速进入国内市场，与国内品牌服饰企业直接展开竞争。同时，国内品牌服饰企业也日益重视国内中档休闲服饰市场，新品牌创立、原有品牌转型步伐有所加快，市场参与者和竞争主体增加，公司正面临日益激烈的市场竞争。

(2) 直营零售网络持续扩张的风险

近年来公司直营门店数量持续增加，在零售网络快速扩张的过程中，公司需要投入大量现金以满足新设网点对铺货商品、流动资金、装修装饰及人员薪酬等方面的支出需求，可能会造成公司现金流紧张；此外，在目前消费需求下降的背景下，新增零售网点是否能达到经营预期存在较大不确定性。

(3) 未能准确把握市场流行趋势变化的风险

近年来，随着社会经济、信息技术的发展演变，特别是新的社交网络、电子支付、智能设备等新事物的快速兴起和传播，目标消费群体情感体验的注重点、个性表达方式受此影响不断变化。同时，随着时间的推移，公司目标年龄段的消费群体也在不断变化。如果主要目标消费群体的服饰消费偏好因上述原因发生重大变化，公司的产品设计、营销方式等不能及时有效调整，导致与目标消费群体服饰消费偏好产生较大偏差，可能对公司经营业绩产生重大不利影响。

(4) 存货跌价风险

2017—2019 年，公司存货账面价值分别为 18.39 亿元、18.36 亿元和 18.55 亿元，占流动资产的比重分别为 38.57%、36.71%和 37.36%；公司存货跌价准备计提金额占期末存货余额比例分别为 22.17%、19.00%和 13.64%。在未来经营年度中，如因市场环境发生变化，竞争加剧等原因导致存货变现困难，有可能出现存货减值超过跌价准备计提数额的情况，公司面临一定存货跌价风险。

5. 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略符合行业发展趋势，具有一定的可行性。

未来，公司将在确保经营安全的基础上，实现可持续发展。品牌方面，公司将以顾客为中心，以商品为驱动，不断创新品牌营销，充分利用顾客、会员资源，坚持中国设计，不断向顾客输出年轻文化、时尚文化，创造优质的顾客体验，持续提升品牌影响。新零售方面，公司将持续探索直播、云店、小程序等新零售工具，输出更多优质内容，赋能直营和加盟商门店，稳步推进门店布局优化，增加导购离店销售，持续提升门店可比；同时创造更多融合线上线下的机会，让新零售和传统零售在货品、研发、供应、销售的不同环节内不断进行迭代。数据方面，公司将以数据为驱动，持续优化商品研发、管理和供应体系的联动，坚持滚动开发、柔性供应，充分挖掘核心品类，不断提升爆款比例，保证商品的持续、有效供给，持续提升全渠道商品周转效率，降低库存风险，提高经营质量。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度合并财务报表均由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计

结论均为标准无保留意见。公司提供的 2020 年 1—6 月财务数据未经审计。本报告财务分析部分中的 2017 年度和 2018 年度财务数据分别采用 2018 年度和 2019 年度经审计的财务报告期初数/上年数，2019 年度财务数据引自 2019 年度经审计的财务报告期末数/本年数。

公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

从合并范围变化来看。2017 年，公司通过现金购买新增 1 家子公司，即上海煊依文化传播有限公司。2018 年，公司同一控制下企业合并 1 家子公司，减少子公司 1 家。2019 年，公司减少子公司 2 家。2020 年 1—6 月，公司合并范围无变化。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 70.15 亿元，负债合计 34.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）35.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益 35.14 亿元。2019 年，公司实现营业收入 79.28 亿元，净利润（含少数股东损益）5.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.68 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.25 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 62.38 亿元，负债合计 29.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.05 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 32.17 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.53 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.20 亿元。

2. 资产质量

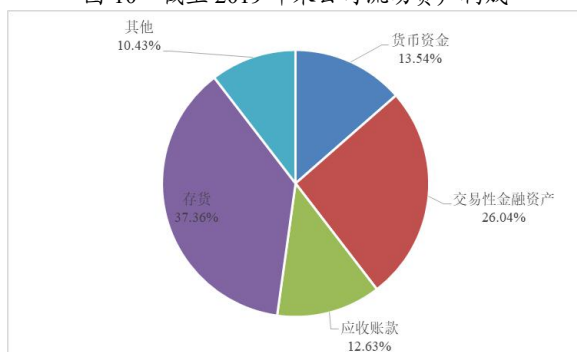
2017—2019 年，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主；公司现金类资产充裕，资产受限比例低，整体资产质量较好。截至 2020 年 6 月末，公司资产总额较年初有所减少，仍以流动资产为主。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 6.45%。截至 2019 年末，公司合并资产总额为 70.15 亿元，较年初增长 5.67%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 70.76%，非流动资产占 29.24%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 2.04%。截至 2019 年末，公司流动资产为 49.64 亿元，较年初下降 0.76%，变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 13.54%）、交易性金融资产（占 26.04%）、应收账款（占 12.63%）和存货（占 37.36%）构成。

图 10 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司货币资金波动下降，年均复合下降21.51%，主要系购买理财产品规模波动所致。截至2019年末，公司货币资金为6.72亿元，较年初增长3.66%。货币资金主要由银行存款（占91.20%）和其他货币资金（占8.79%）构成。公司其他货币资金全部为受限资金，货币资金受限比例较低。

受新会计准则的影响，2019年公司将浮动收益型银行理财产品重分类为交易性金融资产。截至2019年末，公司交易性金融资产为12.93亿元，较年初下降11.11%，主要系理财产品到期赎回所致。

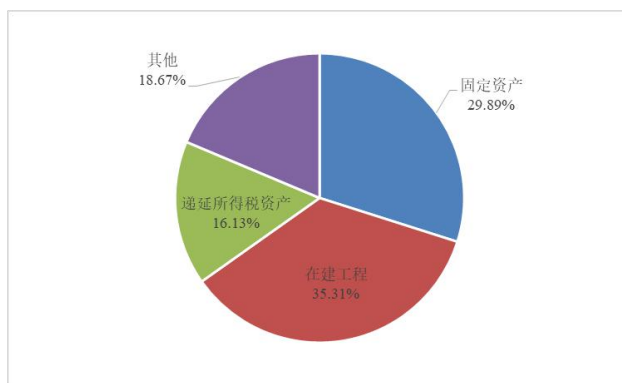
2017—2019年，公司应收账款连续增长，年均复合增长13.45%，主要系应收商场结算货款和应收加盟商尾款增加所致。截至2019年末，公司应收账款为6.27亿元，较年初增长6.34%。从账龄来看，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款中（占应收账款余额的99.81%），1年以内占比为95.56%、1~2年的占比为2.65%，其他为2年以上，账龄较短。从集中度来看，期末余额前五名应收账款汇总金额1.30亿元，占比为19.58%，集中度较低。公司计提应收账款坏账准备0.39亿元，计提比例5.88%。

2017—2019年，公司存货逐年增长，年均复合增长0.44%。截至2019年末，公司存货18.55亿元，较年初增长1.01%，较年初变化不大。公司存货主要由库存商品（占96.40%）构成，累计计提跌价准备2.93亿元，计提比例为13.64%，计提较为充分。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长20.06%。截至2019年末，公司非流动资产为20.51亿元，较年初增长25.35%。公司非流动资产主要由固定资产（占29.89%）、在建工程（占35.31%）和递延所得税资产（占16.13%）构成。

图 11 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司固定资产波动增长，年均复合增长23.87%。截至2019年末，公司固定资产6.13亿元，较年初增长64.85%，主要系公司向关联方购置朝里中心商铺及办公楼（2.56亿元）所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占89.42%）和电子设备及其他（占6.95%）构成，累计计提折旧3.48亿元；固定资产成新率60.11%，成新率一般。

2017—2019年，公司在建工程连续增长，年均复合增长111.56%，主要系研发创意中心项目持续投入所致。截至2019年末，公司在建工程7.24亿元，较年初增长145.15%。

2017—2019年，公司递延所得税资产有所波动，年均复合增长0.22%。截至2019年末，公司递延所得税资产3.31亿元，较年初增长8.76%，主要系可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2020年6月末，公司合并资产总额62.38亿元，较年初下降11.08%，主要系货币资金和交易性金融资产减少所致。其中，流动资产占65.40%，非流动资产占34.60%，仍以流动资产为主。

截至 2020 年 6 月末，公司受限资产 0.87 亿元，占资产总额的比重 1.39%，受限比例低。

表 9 截至 2020 年 6 月末公司资产受限情况（单位：万元、%）

项目	期末账面金额	占资产总额比重	受限原因
货币资金	7,166.92	1.15	银行承兑汇票等保证金
交易性金融资产	1,524.67	0.24	抵押
合计	8,691.59	1.39	--

资料来源：公司 2020 年半年报

3. 负债及所有者权益

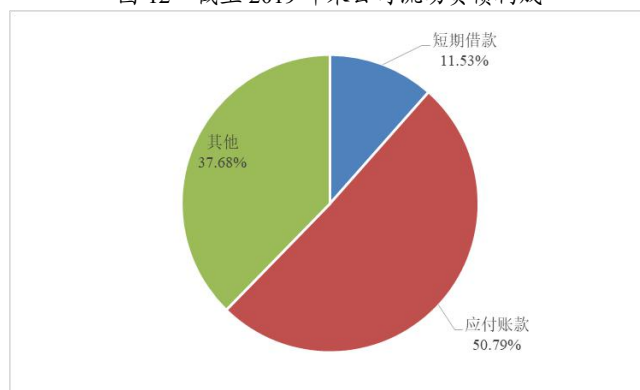
2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担较轻。

（1）负债

2017—2019 年，公司负债总额逐年增加，年均复合增长 10.25%。截至 2019 年末，公司负债总额为 34.99 亿元，较年初增长 12.49%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 95.66%，非流动负债占 4.34%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 16.02%。截至 2019 年末，公司流动负债 33.47 亿元，较年初增长 24.76%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 11.53%）和应付账款（占 50.79%）构成。

图 12 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2018 年，公司无短期借款。截至 2019 年末，公司新增短期借款 3.86 亿元，主要系公司将内部开具的银行承兑汇票用于贴现，合并报表列报于短期借款所致。公司短期借款全部为保证借款。

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 8.69%，主要系采购增加所致。截至 2019 年末，公司应付账款 17.00 亿元，较年初增长 10.47%。

2017—2019 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 2.84%。截至 2019 年末，公司其他流动负债 2.59 亿元，较年初增长 4.52%，主要由预估退货毛利（占 96.33%）构成。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 37.74%，主要系长期借款减少所致。截至 2019 年末，公司非流动负债 1.52 亿元，较年初下降 64.46%。公司非流动负债主要由长期借款（占 38.81%）和递延收益（占 61.19%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 55.71%，主要系长期借款到期偿还所致。截至 2019 年末，公司长期借款 0.59 亿元，较年初下降 82.22%。

2017—2019年，公司递延收益有所波动，年均复合增长1.55%。截至2019年末，公司递延收益0.93亿元，较年初下降3.04%。

2017—2019年，公司全部债务连续增长，年均复合增长55.58%，主要系短期债务增加所致。截至2019年末，公司全部债务7.28亿元，较年初增长68.41%。其中，短期债务占91.90%，长期债务占8.10%，以短期债务为主。短期债务6.69亿元，较年初增长565.78%，主要系短期借款和应付票据增加所致。长期债务0.59亿元，较年初下降82.22%，主要系长期借款到期偿还所致。2017—2019年，公司资产负债率逐年上升，分别为46.51%、46.86%和49.88%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为8.32%、10.91%和17.15%；长期债务资本化比率波动下降，分别为8.32%、8.59%和1.65%。公司债务负担较轻。

图 13 近年来公司债务及债务指标情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，联合评级整理

截至2020年6月末，公司负债总额29.35亿元，较年初下降16.14%，主要系应付账款、应付职工薪酬和应交税费减少所致。其中，流动负债占96.87%，非流动负债占3.13%，仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2020年6月末，公司全部债务7.39亿元，较年初增长1.51%，较年初变化不大，全部为短期债务。截至2020年6月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为47.05%、18.28%和0.00%，较年初分别下降2.84个百分点、上升1.13个百分点和下降1.65个百分点。

(2) 所有者权益

2017—2019年，所有者权益波动增加，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长3.04%。截至2019年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）35.16亿元，较年初下降0.34%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.96%，少数股东权益占比为0.04%。归属于母公司所有者权益35.14亿元，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占13.63%、39.14%、6.76%和44.17%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2020年6月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）33.03亿元，较年初下降6.05%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益为33.05亿元，少数股东权益为-0.02亿元。归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占14.48%、41.57%、

7.19%和 40.64%。

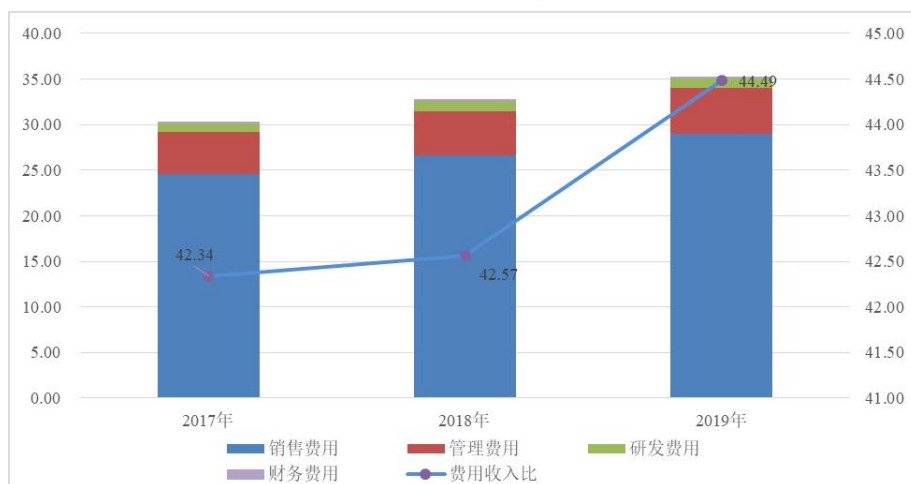
4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，净利润波动增长，盈利能力较强；销售费用增速较快，对公司利润存在一定侵蚀；政府补助对公司利润有一定贡献。2020 年上半年，受益于 PB 女装和乐町女装线上销售增加，公司营业收入较上年同期有所增长，但随着营销活动及折扣力度的增加，公司主营业务毛利率较上年同期有所下降。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 5.26%。2019 年，公司实现营业收入 79.28 亿元，较上年增长 2.80%，变化不大。2017—2019 年，公司营业成本随营业收入的增加而增加，年均复合增长 4.92%。2017—2019 年，公司利润总额波动增加，分别为 6.32 亿元、8.02 亿元、7.09 亿元，年均复合增长 5.91%；净利润逐年增加，分别为 4.37 亿元、5.60 亿元、5.43 亿元，年均复合增长 11.47%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 7.90%。2019 年，公司期间费用总额为 35.27 亿元，较上年增长 7.45%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 82.11%、14.29%、3.06%和 0.54%，以销售费用为主。2017—2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 8.56%，主要系公司直营网点增加使得员工工资和租赁费用逐年增加所致；管理费用逐年增长，年均复合增长 4.22%，变化不大；研发费用波动增长，年均复合增长 11.31%，主要系一方面 2018 年以来随着公司产品种类、联名款、以及设计人员等增加，公司设计部门人员薪酬、设计咨询等费用增加，另一方面 2019 年公司数据驱动设计更加高效，费用略有降低所致；财务费用逐年下降，主要系一方面偿还银行借款，另一方面直营店铺收银手续费降低所致。2017—2019 年，费用收入比分别为 42.34%、42.57%和 44.49%，公司费用控制能力有待提升。

图 14 近年来公司费用情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019 年，公司投资收益波动增加，年均复合增长 52.89%，主要系理财产品收益波动所致；投资收益占营业利润的比重分别为 2.32%、4.43%和 4.15%，公司利润对投资收益依赖程度一般。2017—2019 年，公司其他收益逐年增长，年均复合增长 103.09%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润的比重分别为 7.40%、16.13%和 23.39%，政府补助对公司营业利润有一定贡献。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率波动上升，分别为51.88%、52.59%和52.55%。2017—2019年，公司总资本收益率波动下降，分别为14.57%、15.08%和13.49%；公司总资产报酬率波动下降，分别为11.87%、12.67%和10.53%；净资产收益率逐年下降，分别为16.51%、16.38%和15.42%。

与同行业上市公司相比，公司毛利率处于行业中下水平，总资产报酬率和净资产收益率处于行业较高水平。

表10 2019年同行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
603196.SH	日播时尚	57.96	-0.24	0.94
603587.SH	地素时尚	75.00	21.00	19.73
603518.SH	锦泓集团	67.71	5.84	4.29
600398.SH	海澜之家	39.46	14.46	24.44
平均数		62.42	8.18	8.64
中位数		58.10	8.16	10.23
603877.SH	太平鸟	53.19	10.48	16.17

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

2020年1—6月，公司实现营业总收入32.17亿元，较上年同期增长3.11%，主要系公司PB女装和乐町女装线上销量增加，以及疫情结束后公司各品牌线下销售恢复所致；实现净利润1.17亿元，较上年同期下降8.45%，主要系新冠疫情下公司折扣力度加大以及其他收益减少所致。

5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量较高；投资活动主要为买卖理财产品活动；筹资活动现金流由净流入转为净流出，公司外部融资需求不大。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量逐年增长，年均复合增长5.34%，主要系营业收入规模扩大所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长4.15%，主要系采购规模增加所致。综上，2017—2019年，公司经营活动现金净额逐年增长，年均复合增长18.78%。从收入实现质量来看，2017—2019年，公司现金收入比波动上升，分别为110.32%、109.50%和110.55%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长98.37%，主要系收回理财产品的规模有所波动所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长55.26%，主要系购买理财支付的现金规模波动所致。综上，2017—2019年，公司投资活动现金净流出分别为12.38亿元、9.42亿元和3.74亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降39.37%，主要系一方面2017年公司完成上市收到募集资金，另一方面2019年公司银行借款的规模较上年增加所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长20.81%，主要系偿还债务支付的现金波动所致。综上，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为6.10亿元、-3.62亿元和-5.20亿元，由净流入转为净流出。

2020年1—6月，公司经营活动现金流净额为-2.53亿元；公司投资活动现金流净额为3.68亿元；公司筹资活动现金流净额为-3.35亿元。

6. 偿债能力

2017—2019年，公司长、短期偿债能力指标表现良好，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率逐年下降，分别为1.92倍、1.86倍和1.48倍；速动比率分别为1.18倍、1.18倍和0.93倍。公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2018—2019年，公司现金短期债务比分别为20.93倍和2.94倍¹，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，分别为8.54亿元、10.21亿元和9.46亿元。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占7.11%）、摊销（占16.89%）和利润总额（占74.91%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数逐年上升，分别为48.85倍、57.25倍和59.69倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为2.84倍、2.36倍和1.30倍，连续下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度强。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至2020年6月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

截至2020年6月末，公司授信总额20.45亿元，已使用7.46亿元，尚未使用13.29亿元，间接融资渠道畅通。公司是A股上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330200730186169P），截至2020年8月28日，公司本部未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产以流动资产为主，应收账款、其他应收款和存货占比较大；负债以流动负债为主，应付账款占比较高；所有者权益结构稳定性较高。公司本部收入贡献一般，利润主要来自投资收益；经营活动现金为净流入状态，整体偿债能力很强。

截至2019年末，公司本部资产总额37.95亿元，较年初增长12.55%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产26.07亿元（占68.69%），非流动资产11.88亿元（占31.31%），以流动资产为主。从构成看，流动资产主要由应收账款（占17.67%）、其他应收款（占28.64%）和存货（占19.69%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占55.05%）、固定资产（占21.96%）和在建工程（占11.41%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为1.50亿元。

截至2019年末，公司本部负债总额12.53亿元，较年初增长53.52%。其中，流动负债12.49亿元（占比99.68%），非流动负债0.04亿元（占比0.32%），以流动负债为主。从构成看，流动负债主要由应付账款（占40.20%）、其他应付款（占17.31%）和预收款项（占15.02%）构成，非流动负债全部为递延收益构成。截至2019年末，公司本部资产负债率为33.00%，较年初上升8.81个百分点。

截至2019年末，公司本部所有者权益为25.43亿元，较年初下降0.52%，变化不大。其中，股本为4.79亿元（占18.83%）、资本公积为13.94亿元（占54.83%）、未分配利润为5.62亿元（占22.11%）、盈余公积为2.38亿元（占9.34%）。

2019年，公司本部实现营业收入22.48亿元，同比增长19.23%；实现净利润5.22亿元，同比增长5.96%；投资净收益4.71亿元，同比下降0.38%。

2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为3.07亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.18亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-4.07亿元。

¹ 截至2017年末，公司无短期债务。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务合计 7.39 亿元，本次拟发行可转债额度不超过人民币 8.00 亿元（含），对公司债务规模存在大影响。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 47.05%、18.28%和 0.00%上升至 53.07%、31.78%和 19.50%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但整体债务负担仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 2019 年的 EBITDA 为 9.46 亿元，是本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 1.18 倍，EBITDA 对本次可转债的覆盖程度较高。公司 2019 年经营活动现金流入量为 89.94 亿元，是本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 11.24 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度很高。公司经营活动现金流量净额为 8.68 亿元，为本次可转债发行额度（8.00 亿元）的 1.09 倍，经营活动现金流量净额对本次可转债的覆盖程度高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力。

综上分析，考虑到公司在经营规模、设计水平等方面具有的综合优势，公司对本次可转债的偿还能力很强。

九、综合评价

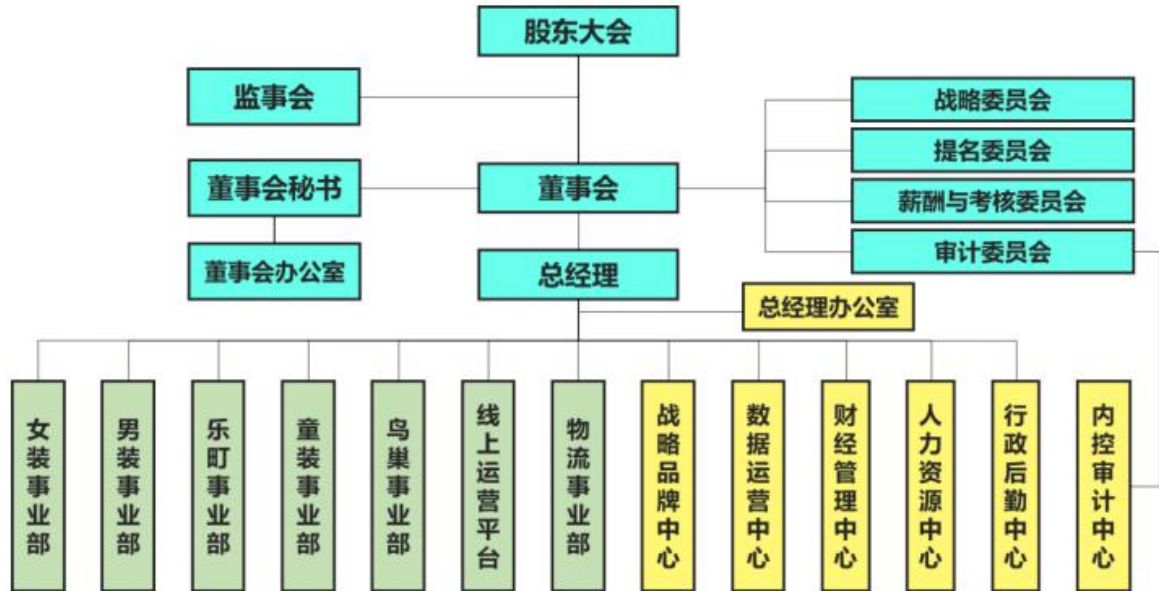
公司作为大众时尚服装上市公司之一，在品牌知名度、经营规模及供应链管控等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司收入规模逐年增长，盈利能力较强，经营活动现金流状况良好，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业属于成熟行业且竞争激烈、公司男装品牌收入有所波动、存货规模较大且面临一定跌价风险、女装加盟商店数量逐年下降、期间费用对公司利润存在侵蚀等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司信息化建设的进一步推进，公司经营规模将进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 8.00 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转债转股的可能性较大。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转债偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转债到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2020 年 6 月末宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司
组织结构图



附件 2 宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	61.90	66.38	70.15	62.38
所有者权益 (亿元)	33.11	35.28	35.16	33.03
短期债务 (亿元)	0.00	1.00	6.69	7.39
长期债务 (亿元)	3.01	3.32	0.59	0.00
全部债务 (亿元)	3.01	4.32	7.28	7.39
营业收入 (亿元)	71.55	77.12	79.28	32.17
净利润 (亿元)	4.37	5.60	5.43	1.17
EBITDA (亿元)	8.54	10.21	9.46	--
经营性净现金流 (亿元)	6.16	8.53	8.68	-2.53
应收账款周转次数 (次)	15.70	13.54	12.28	--
存货周转次数 (次)	1.54	1.55	1.68	--
总资产周转次数 (次)	1.31	1.20	1.16	0.49
现金收入比率 (%)	110.32	109.50	110.55	110.84
总资本收益率 (%)	14.57	15.08	13.49	--
总资产报酬率 (%)	11.87	12.67	10.53	--
净资产收益率 (%)	16.51	16.38	15.42	3.44
营业利润率 (%)	51.88	52.59	52.55	51.91
费用收入比 (%)	42.34	42.57	44.49	47.09
资产负债率 (%)	46.51	46.86	49.88	47.05
全部债务资本化比率 (%)	8.32	10.91	17.15	18.28
长期债务资本化比率 (%)	8.32	8.59	1.65	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	48.85	57.25	59.69	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.84	2.36	1.30	--
流动比率 (倍)	1.92	1.86	1.48	1.44
速动比率 (倍)	1.18	1.18	0.93	0.81
现金短期债务比 (倍)	-- ²	20.93	2.94	1.70
经营现金流动负债比率 (%)	24.75	31.79	25.94	-8.92
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.07	1.28	1.18	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化

² 2017 年公司无短期债务, 该指标无法计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业总成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业总收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司、监管部门等。

