



# 2020年起步股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

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

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2020年起步股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

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

## 评级观点

- 中证鹏元下调起步股份有限公司（以下简称“起步股份”或“公司”，股票代码“603557.SH”）的主体信用等级为 BBB-，维持评级展望为负面；下调“起步转债”的信用等级为 BBB-。
- 本次评级下调主要是基于：公司被中国证券监督管理委员会立案调查，2021 年度审计报告被出具保留意见，近期持续亏损，且短期内仍面临很大的经营压力，向比照关联方采购规模仍较大，经营性现金流持续净流出，面临较大的资产减值风险和债务偿还压力，以及存在一定的或有负债风险。

## 未来展望

- 公司业绩大幅下滑，下游经销商流动性困难，公司资产减值风险仍较大，且疫情反复的不确定性仍在，预计短期内仍面临很大的经营压力。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 28 日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	20.44	24.04	29.70	25.74
归母所有者权益	12.21	13.12	16.16	16.75
总债务	6.84	8.17	9.67	6.26
营业收入	0.68	10.50	7.73	15.23
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	-0.41	9.63
净利润	-0.67	-2.29	-2.79	1.42
经营活动现金流净额	1.20	-6.04	-0.88	-0.03
销售毛利率	22.46%	30.84%	19.80%	32.60%
EBITDA 利润率	-	11.71%	-2.39%	17.63%
总资产回报率	-	-7.58%	-8.15%	8.31%
资产负债率	40.20%	45.22%	45.43%	34.98%
净债务/EBITDA	-	4.73	-16.19	0.00
总债务/总资本	35.89%	38.27%	37.36%	27.20%
FFO/净债务	-	4.84%	-63.11%	-7,863.90%
速动比率	2.29	1.95	2.00	2.17
现金短期债务比	0.78	0.48	1.15	1.34

注：2019 年度财务数据及指标为追溯调整前口径。

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司获得了一定力度的外部支持。**2022 年 1-3 月，公司新控股股东湖州鸿煜企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“湖州鸿煜”）通过提供担保和资金拆借等方式为公司提供了一定的流动性支持，一定程度上缓解了公司的流动性压力。

## 关注

- **公司被证监会立案调查。**因涉嫌信息披露违法违规等事项，证监会决定对公司立案调查，截至本报告出具日，立案调查尚在进行中。
- **公司被出具保留意见的审计报告。**因期初事项、信用资产减值及立案调查事项，公司被亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“亚太”）出具了保留意见的 2021 年度审计报告，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。
- **公司持续亏损，短期内仍面临很大的经营压力。**因较高的期间费用率及资产减值，2021 年公司继续大幅亏损；2022 年 1-3 月，公司营业收入同比大幅下降 78.53%。此外，公司下游经销商亦面临较大经营压力，门店数量持续减少，且疫情反复的不确定性仍存，短期内公司仍面临很大的经营压力。
- **公司向比照关联方采购规模仍较大。**2021 年度公司向比照关联方采购金额合计 2.10 亿元，占当期采购金额比重仍较高。
- **公司经营性现金大幅净流出。**受销售回款减弱及货币资金冻结等因素影响，2021 年公司经营性现金净流出规模扩大至 6.04 亿元。
- **公司面临较大的资产减值风险。**2021 年末，公司应收账款大幅增长，集中度较高，且公司披露下游经销商存在经营效益下滑、流动性困难等情况；此外，公司存货规模仍相对较大。
- **公司面临较大债务偿还压力。**公司存量债务以短期为主，且偿债能力指标仍表现较弱。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2022 年 6 月 6 日，公司存在多笔未决商业纠纷，标的金额合计约 871 万元。

## 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	<a href="#">cspy_ffmx_2021V1.0</a>
外部特殊支持评价方法	<a href="#">cspy_ff_2019V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
	行业风险	3		杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	4
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	5
业务状况	产品、服务和技术	5	财务状况	总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	3
	经营效率	3		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	4		盈利状况	极其弱
			盈利趋势与波动性	表现不佳	

		盈利水平	2
业务状况评估结果	中等	财务状况评估结果	很大
指示性信用评分			bbb+
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-2
独立信用状况			bbb-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			<b>BBB-</b>

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
BBB+/负面	BBB+	2021-11-03	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
A/负面	A	2021-05-08	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2019-09-16	胡长森、马琳丽	<a href="#">服装家纺行业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">服装家纺企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2017V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
起步转债	5.20	2.66	2021-11-03	2026-04-10

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年4月公开发行6年期可转换公司债券“起步转债”，募集资金5.2亿元，原计划扣除发行费用后，1.7亿元用于智慧信息化系统升级改造项目，2.0亿元用于婴童用品销售网络建设项目，1.5亿元补充流动资金。2021年5月22日，公司披露了《起步股份有限公司关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的公告》，公司拟使用不超过人民币20,000万元公开发行可转换公司债券闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议批准之日起不超过12个月。根据亚太出具的《关于起步股份有限公司募集资金年度存放与实际使用情况的鉴证报告》，截至2021年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.59亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称和注册资本未发生变化。2021年10月24日，香港起步国际集团有限公司（以下简称“香港起步”）与湖州鸿煜签署了《股份转让协议》，湖州鸿煜将通过协议转让取得香港起步持有的公司143,843,689股的股份，占公司总股本（截至2021年10月22日）的29.00%，转让价格为7.23元/股。2021年12月20日，双方完成了股份过户登记手续，公司控股股东由香港起步变更为湖州鸿煜，实际控制人由章利民变更为陈丽红。

2022年2月10日，公司发布了《起步股份有限公司关于完成董事会、监事会换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表的公告》，公司第三届董事会成员为：陈丽红、章利民、张连中、倪杭锋、李有星（独立董事）、池仁勇（独立董事）、陈卫东（独立董事）；第三届监事会成员为：宋杨、余军伟、陈阳阳；高级管理人员分别为：总经理张连中、副总经理章利民、董事会秘书殷逸轩和财务总监饶聪美。2022年3月，章利民辞去公司董事、副总经理等职务，2022年4月，公司聘任程文强为公司副总经理，并提名为董事候选人和第三届董事会战略发展委员会委员，2022年5月，公司股东大会审议通过了该事项。

2021年4月，因资金违规占用、违规对外担保及印章管理问题，公司被天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具了否定意见的内部控制审计报告。根据公司公告，上述事项已完成整改，并由亚太于2022年4月出具了标准无保留意见的内部控制审计报告。但中证鹏元关注到2021年度公司与原总经理周建永关联企业仍存在较大规模的关联交易。

2021年度，纳入公司合并范围的子公司新增1家，经营范围为互联网销售等。

**表1 截至2021年末公司新增子公司情况（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
杭州起步电子商务有限公司	55.00%	100.00	互联网销售等	新设

资料来源：公司 2021 年度审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。



2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

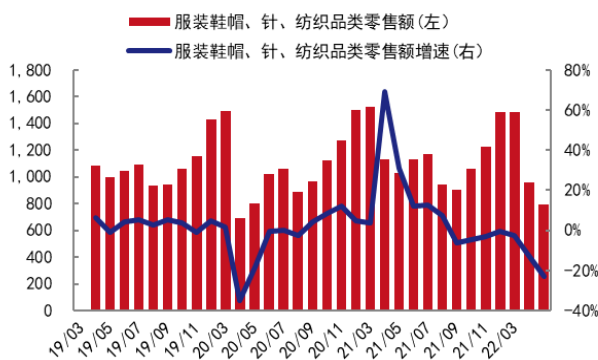
## 行业及区域经济环境

### 国内服装零售增速短期压力仍较大，仍有部分海外订单回流国内，出口保持较好水平

国内服装零售增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。2021年上半年社会消费品零售总额呈现高增长。2021年三季度以来，在宏观经济增速放缓、国内疫情反复的影响下，社零总体增速呈现收窄趋势、整体消费大环境较为疲软。在此背景下，2021年我国服装、鞋帽及针纺织品零售额同比增长12.7%、略高于社零总体增速水平(12.5%)。2022年3月以来全国疫情呈多点散发趋势，线下客流和整体消费信心均受到不利影响，4月单月服装鞋帽零售额同比下滑22.8%。由于4月以来疫情反复，预计服装及纺织品零售额增速短期压力仍较大，未来需进一步关注疫情防控和消费需求恢复进度。

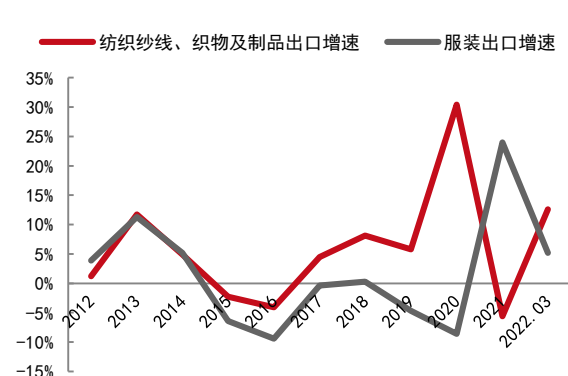
受到世界经济逐步复苏带动市场回暖、出口订单回流带动采购需求等因素影响，2021年我国纺织行业出口实现较快增长。2021年我国纺织品服装出口总额3,154.6亿美元，增长8.3%，增速超过疫情前水平，其中服装出口形势明显回暖，全年出口额1,702.6亿美元，增长24%，为2015年以来的最好水平，对行业出口增长的支撑作用突出；纺织品出口额1,452亿美元，同比下降5.6%，主要是口罩、防护服出口同比显著下降，降幅达76.1%。2022年一季度，纺织品出口365.7亿美元，增长12.6%；服装出口356.8亿美元，增长5.2%，均保持正增长。

图1 国内服装鞋帽、针纺织品零售短期压力较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 纺织品、服装出口增速存在波动

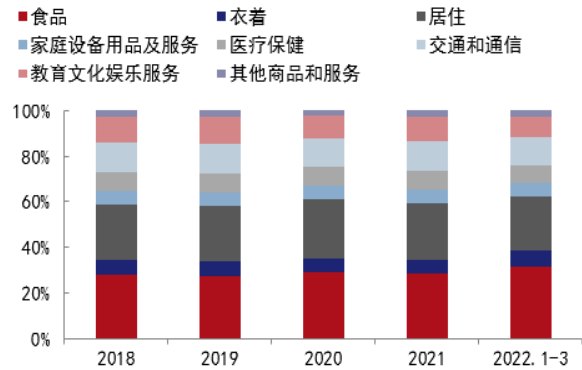
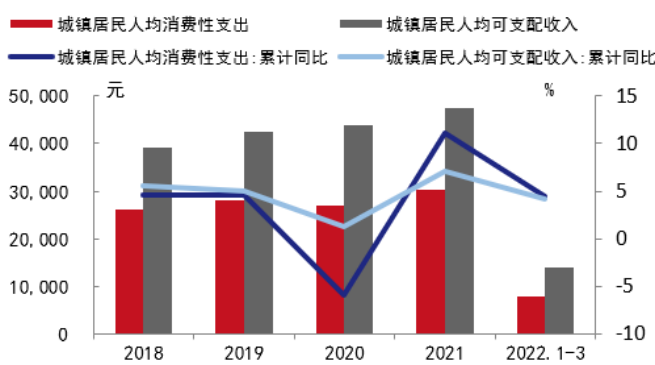


资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年我国城镇居民消费增速波动较大，其中衣着消费占比呈下降趋势



受疫情等多重因素影响，近年我国城镇居民可支配收入及消费性支出增速存在较大波动，其中衣着消费占比整体呈下降趋势。2021年随着疫情影响的减弱、经济的快速发展以及前期低基数的影响，我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出增速均较快增长；2022年1-3月又有所下降，存在较大波动。考虑到2022年4-5月份疫情反复对经济发展造成较大冲击，进而将对居民收入及消费造成较大影响。消费结构方面，食品和居住仍是我国城镇居民主要的消费方向，衣着消费占比整体呈下降趋势，2021年为6.08%，较上年略有下降。

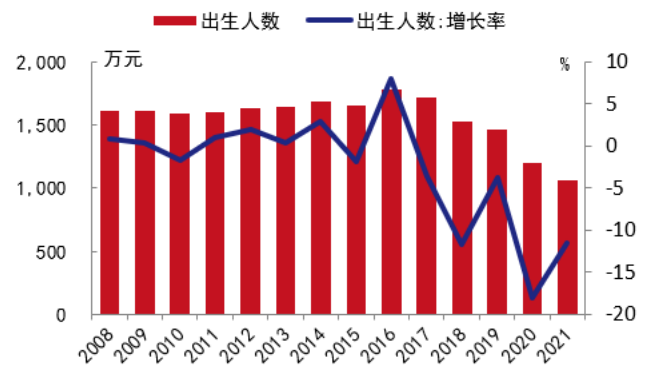
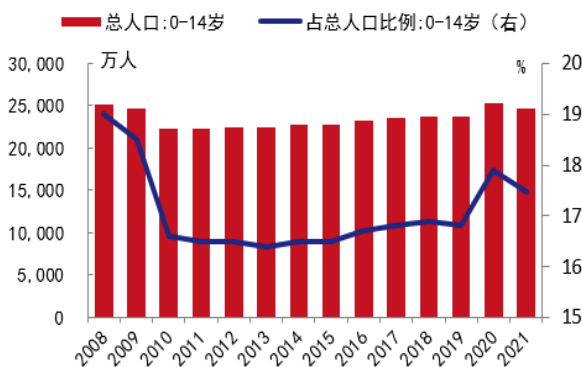
**图3 近年城镇居民收入及消费增速波动较大**
**图4 衣着消费占比整体呈下降趋势**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年我国0-14岁人口数量小幅增长，但未来或将随着出生人数的下滑而有所回落，童装市场增量空间或将受限

近年我国0-14岁人口数量小幅增长，在人口结构中占比略有提高，但新出生人数下滑较快。近年来国内0-14岁人口数量小幅增长，2020年末为近十年最大值2.53亿人，2021年末小幅回落至2.47亿人，占总人口的比例为17.47%。出生人数方面，受“二胎政策”影响，2016年国内出生人数同比大幅增长，之后便持续负增长，其中2019年下降幅度有所收窄，但2020年来又进一步扩大，2021年全年出生人数为1,062万人，较2008年减少546万人，预计未来一段时间，国内0-14岁人口数量将继续回落。

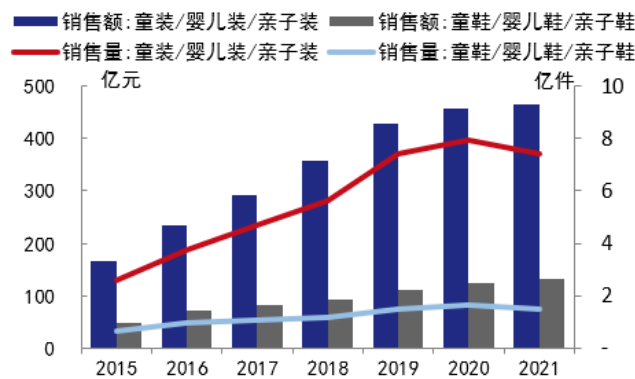
**图5 近年国内0-14岁人口数量小幅增长**
**图6 近年出生人口增长率下降较快**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从线上销售数据来看，近年婴童服装及鞋类销售量及销售金额持续快速增长，其中服装类销售量及销售金额增长速度相对更快。2015-2020年，婴童鞋类产品销售量自0.63亿双增长至1.50亿双，销售额自48.61亿元增长至132.50亿元；服装类产品销售量从2.58亿件增长至7.40亿件，销售额从165.87亿元增长至464.26亿元，增速更快。2021年婴童服装及鞋类产品线上销售额继续小幅增长，但销售数量均开始下滑，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装行业市场增量空间或将逐步缩小。

**图7 近年国内童装线上销售额持续较快增长**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 国内童装品牌集中度较低，竞争较为充分

根据进入路径的不同，童装品牌可分为专业童装品牌和成人装延伸品牌。专业品牌是指独立的童装品牌，如巴拉巴拉；成人装延伸品牌是指在原来成人装基础上，延伸发展出针对婴童的服装品牌。专业童装品牌的优势在于专业定位儿童，生产经验较为丰富，在产品版型、面料等设计上贴近儿童的需求，并对安全性、舒适度建立了一定标准。成人装延伸品牌的优势在于拥有与主品牌相似的设计风格和品牌调性，家长更容易将自己的消费倾向延续到孩子的消费选择。目前我国童装市场的品牌集中度仍然较低，除森马旗下的巴拉巴拉市占率相对较高外，其他品牌市占率主要在1%上下，竞争较为充分。

## 五、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变动，仍主要从事童鞋、童装和儿童服饰配饰等的设计、研发、采购和销售。2021年公司实现营业收入10.50亿元，销售毛利率为30.84%。考虑到2020年公司因疫情、装修、租金补贴以及销售返利政策及特殊退货政策冲减营业收入3.33亿元，2021年公司当年销售收入较上年保持相对稳定。2022年1-3月，公司实现营业收入0.68亿元，同比大幅下降78.53%，主要系公司自2021年下半年来流动性困难，对业务经营造成重大影响，同时叠加疫情反复所致；毛利率方面，鞋类产品毛利率有所提升；服装板块毛利率下降幅度较大，主要系公司处理部分库存商品所致。2021年，公司防疫物资板块销售收入大幅下降，主要系公司收缩该业务所致，2022年1-3月该业务收入进一步下降，且毛利率表现很差，主要系处理尾货所致。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鞋类	2,892.45	44.12%	51,983.95	34.71%	27,183.86	20.17%
其中：运动鞋	785.99	45.29%	29,470.79	35.90%	13,309.23	22.21%
皮鞋	2,106.46	43.68%	22,513.15	33.15%	13,874.63	18.21%
服装	3,585.37	18.81%	37,094.11	33.31%	25,404.52	24.20%
OEM	0.00	-	9,190.34	8.84%	12,988.80	16.12%
儿童服饰配件	144.04	10.98%	3,855.10	21.60%	3,107.65	36.15%
防疫物资	77.72	-264.71%	1,164.95	16.50%	5,270.07	-1.54%
其他业务	117.82	-194.54%	1,718.40	8.63%	3,382.35	16.19%
<b>合计</b>	<b>6,817.40</b>	<b>22.46%</b>	<b>105,006.85</b>	<b>30.84%</b>	<b>77,337.25</b>	<b>19.80%</b>

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，但除主品牌“ABC KIDS”较为成熟外，其他品牌仍面临较大培育风险

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。从近年盈利表现来看，“ABC KIDS”品牌仍为公司最主要利润来源，其他品牌收入占比相对较小，仍面临较大的培育风险。

**表3 公司各品牌盈利情况（单位：万元）**

品牌	2022年1-3月		2021年		2020年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
ABCKIDS	5,302.47	31.21%	79,514.94	33.69%	59,920.03	20.89%
其他	1,397.11	7.53%	23,773.50	22.90%	14,034.86	16.03%
<b>合计</b>	<b>6,699.58</b>	<b>26.28%</b>	<b>103,288.45</b>	<b>31.21%</b>	<b>73,954.90</b>	<b>19.97%</b>

注：其他中包含OEM、防疫物资收入等。

资料来源：公司2020年及2021年年度报告、《2022年第一季度主要经营数据的公告》，中证鹏元整理

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，设立专门部门负责公司产品的企划、研究开发及设计工作。2021年，公司研发投入进一步下降，研发人员数量持续减少，本科及以上学历仅6人，数量较少，需对公司的研发设计能力保持一定关注。

**表4 公司研发情况表（单位：万元，人，%）**

项目	2021年	2020年
本期研发投入	2,149.65	3,213.37
研发投入总额占营业收入比例	2.05	4.16
公司研发人员数量	74	96

研发人员数量占公司总人数的比例	20.22	15.05
-----------------	-------	-------

资料来源：公司 2020 及 2021 年度报告，中证鹏元整理

### 公司继续全部采用外协生产，主要供应商中比照关联方占比仍相对较高，需保持一定关注

生产方面，公司继续采取订单生产模式，鞋类、服装及儿童服饰配饰仍全部采用外协生产。公司外协生产主要是OEM模式，与外协生产商签订成品采购合同，外协生产商按公司的设计样板，自行采购原材料、生产并提供产成品。公司推行全面质量管理，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，2021年存在产品抽查不合格情况，给公司产品质量的控制和管理带来了较大挑战。

2021年，公司服装、运动鞋和防疫物资生产量不同程度下降，皮鞋和配件生产量同比上升；库存方面，公司服装、皮鞋、运动鞋库存量均大幅下降，配件和防疫物资有所提升。整体来看，公司主要产品库存量占2021年销售量比重仍相对较高，存在较大的库存压力。特别说明的是，截至2021年12月31日，疫情特殊退货政策下退回的商品中部分已实现二次销售，相应收入金额为9,235.14万元，公司相应结转成本11,767.02万元，尚未实现二次销售的部分对应成本为4,410.39万元，账面净值522.93万元。

**表5 2021 年公司生产及库存情况（单位：万件、万双）**

主要产品	生产量	生产量同比变化	库存量	库存量同比变化
服装	492.74	-23.63%	177.78	-41.80%
皮鞋	281.53	12.07%	129.47	-32.84%
运动鞋	278.6	-18.48%	99.23	-53.22%
配件	413.76	151.48%	51.43	1.98%
防疫物资	1,763.30	-52.27%	557.37	132.35%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

2021年公司对前五大供应商采购金额合计为25,130.18万元，占当期采购金额比重为36.34%，集中度较高。其中原总经理周建永的妻子祁小秋对福建冠霸户外用品有限公司（以下简称“福建冠霸”）有重要影响，怀化永敏服装有限公司（以下简称“怀化永敏”）、青田县雅琪鞋服有限公司（以下简称“青田雅琪”）和青田县星秀鞋服有限公司（以下简称“青田星秀”）的主要经营者为原总经理周建永的远房亲属，本期比照关联方披露。2021年，公司向关联方采购金额合计2.10亿元，占当期采购金额比重较高（约百分之三十）。

**表6 公司前五名供应商情况（单位：万元）**

年份	客户名称	采购金额	采购金额占比	是否为关联方
2021 年	福建冠霸户外用品有限公司	6,697.25	9.68%	比照关联方
	怀化永敏服装有限公司	6,349.66	9.18%	比照关联方
	青田县雅琪鞋服有限公司	5,308.62	7.68%	比照关联方
	温州市金誉萱鞋业有限公司	3,723.63	5.38%	否
	雪朗卡（福建）服饰织造有限公司	3,051.01	4.41%	否

	<b>合计</b>	<b>25,130.18</b>	<b>36.34%</b>	<b>-</b>
2020年	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
	<b>合计</b>	<b>30,165.53</b>	<b>35.20%</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

**公司线下门店数量持续下降，且下游经销商经营困难，2022年第一季度公司销售收入大幅下滑，存在很大的经营压力**

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。2021年公司经销和直营模式销售占比保持稳定，其中经销模式仍为公司主要的收入来源，占比为70.94%，直营模式中线上销售占比有所提高。2022年1-3月，公司经销及直营模式销售收入均大幅下降。

**表7 公司主营业务收入按销售模式划分的情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销模式	3,512.05	26.99%	73,272.80	29.89%	51,061.44	16.48%
直营模式	3,187.53	25.49%	30,015.65	34.44%	22,893.46	27.74%
其中：线上销售	2,586.41	25.11%	25,967.05	33.72%	14,846.56	30.93%
<b>合计</b>	<b>6,699.58</b>	<b>26.28%</b>	<b>103,288.45</b>	<b>31.21%</b>	<b>73,954.90</b>	<b>19.97%</b>

资料来源：公司提供

经销模式下，公司下游包括一级经销商和单店加盟商，对于一级经销商，公司授权期享有“ABC KIDS”品牌某一区域的独家经销权，经销商在指定辖区内建立经销网络，最终由一级经销商或其下属二级经销商开设的直营门店、商场店中店等渠道实现终端销售。公司对经销商报价根据吊牌价的一定折扣率进行定价。截至2021年末，公司一级经销商18家，单店加盟商212家，较上年分别减少了1家和136家；经销门店总数为1,623家，当期新增91家，关闭379家，净减少288家，其中一至四季度分别净减少99家、99家、37家和53家。2022年1-3月，公司新增经销门店14家，关闭27家，净减少13家。跟踪期内，公司经销门店数量仍为净减少趋势，分季度来看，关店数量整体呈边际下降趋势，但考虑到2022年第二季度国内疫情有所反复，经销渠道关店数量或将存在波动。2021年，公司经销模式下实现销售收入7.33亿元，但因经销商出现经营效益下滑、流动性困难等情况，回款较慢。2022年1-3月，公司经销模式仅实现收入0.35亿元，同比下降85.74%，主要系公司自2021年下半年来流动性困难，对业务经营造成重大影响，同时叠加疫情反复所致。

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。

2021年末，公司直营门店共为15家，当期新增1家，关闭19家，净减少18家，2022年1-3月，公司直营门店数量无变化。随着公司直营门店的减少和防疫物资销售金额的下降，公司直营门店销售收入随之下降。线上销售方面，随着与辛选投资合作的推进，2021年公司线上销售收入大幅增长，毛利率也有所提高。2022年1-3月，受多重因素影响，线上销售收入亦大幅下降。

**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
2021年	苏州市乐铭贸易有限公司	5,086.24	4.92%
	广州宝强儿童服饰有限公司	4,807.75	4.65%
	成都市力晟商贸有限公司	4,732.81	4.58%
	石家庄欧宏商贸有限公司	4,661.92	4.51%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	4,416.15	4.28%
	<b>合计</b>	<b>23,704.88</b>	<b>22.95%</b>
2020年	泉州实达丰商贸有限公司	3,873.24	5.24%
	温州金给力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%
	<b>合计</b>	<b>17,841.60</b>	<b>24.12%</b>

注：（1）销售金额及占比合计数与明细数加总不一致，系四舍五入所致；（2）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

在建项目方面，公司IPO募投项目为营销网络及区域运营服务中心建设项目和新零售新制造项目，本期债券募投项目为智慧信息化升级改造项目和婴童用品销售网络建设项目。其中，营销网络及区域运营服务中心建设项目和新零售新制造项目公司已终止；智慧信息化升级改造项目和婴童用品销售网络建设项目投资进展较慢，截至2021年末，仅投入募集资金592.50万元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的2020年度审计报告、经亚太审计并出具保留意见的2021年度审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采



用新会计准则编制。2021年度形成保留意见的基础包括：1、应收账款信用减值事项：截至2021年12月31日，起步股份按组合计提信用减值损失的应收账款余额85,295.07万元，坏账准备余额10,716.08万元。亚太无法评估其计提的合理性和充分性，亦无法获取上述应收款项可回收的充分证据，不能合理确定是否有必要对其信用减值项目进行调整。2、期初事项：受疫情影响，为支持经销商发展，起步股份于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，起步股份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金额为9,467.16万元，冲减2020年度营业收入。2021年2月起步股份制定了关于全国经销商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起步股份总仓库，实际退回产品公司冲减了2020年度收入23,804.41万元，增加存货及成本为16,177.41万元，计提存货跌价准备7,709.05万元。亚太无法获取充分、适当的审计证据，确定新商务政策的合理性、付给经销商各类补贴及存货退回相关会计处理的恰当性，亦未能评估上述事项导致错报的准确金额，及对比较数据和2021年度数据的影响。3、立案调查事项：起步股份于2022年1月17日收到中国证券监督管理委员会的《立案告知书》（编号：证监立案字0382022029号）。因起步股份涉嫌信息披露违法违规等事项，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证券监督管理委员会决定对其立案调查。由于截至审计报告日立案调查尚在进行中，亚太无法判断立案调查结果对财务报表整体的影响程度。上述涉及事项金额准确性的认定及会计处理或对以下财务分析中多项数据产生影响，需对相关科目金额保持应有关注。2021年度公司新增纳入合并范围的子公司1家，详见表1。

## 资产结构与质量

### 公司资产中应收款项、存货占比较高，存在较大减值风险，且房产、机器设备等受限比例较高

跟踪期内，公司资产规模持续下降，2021年末为24.04亿元，2022年3月末进一步下降至20.44亿元，较2020年末减少了31.18%。公司货币资金规模持续减少，2022年3月末为3.47亿元，其中受限金额为0.04亿元，主要为涉诉冻结资金。公司应收账款大幅增长，2021年末为7.46亿元，集中度较高，账龄主要在两年以内，2021年计提坏账准备0.89亿元，亚太对此发表了保留意见，同时公司披露下游经销存在经营效益下滑、流动性困难等情况，整体存在较大的坏账风险。随着相关供应商以公司开具的票据进行融资问题的解决，公司预付款项大幅减少，2022年3月末为0.55亿元。随着周建永占用资金的收回，2021年末公司其他应收款大幅减少至0.45亿元，主要为应收周建永关联企业的资产转让款、厂房租赁款及应收水电费等，2021年计提坏账准备0.12亿元，未来或存在进一步减值的风险。随着库存商品的销售以及减值的计提，公司存货账面价值不断下降，考虑到公司库存数量仍然较大，仍面临较大的减值压力。公司其他权益工具投资主要为持有的浙江中胤时尚股份有限公司的股份，随着公司的减持，账面余额大幅下降。公司投资性房地产和固定资产主要为公司持有的厂房及机器设备等，其中投资性房地产采用成本法计量，2021年末转入固定资产0.63亿元。截至2022年3月末，公司受限资产合计3.30亿元，主要为投资性房地产及固定资产，占当期末总资产的比重为16.14%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

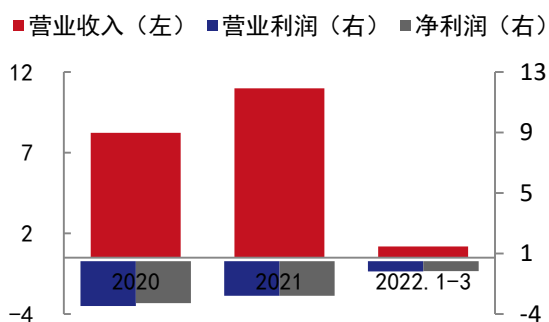
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.47	16.99%	4.38	18.20%	6.45	21.72%
应收账款	7.11	34.80%	7.46	31.02%	3.39	11.41%
预付款项	0.55	2.67%	2.03	8.43%	2.86	9.62%
其他应收款	0.41	2.03%	0.45	1.88%	2.98	10.03%
存货	1.47	7.19%	1.68	6.99%	2.75	9.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>14.53</b>	<b>71.07%</b>	<b>17.45</b>	<b>72.57%</b>	<b>21.65</b>	<b>72.90%</b>
其他权益工具投资	0.62	3.04%	1.05	4.37%	2.06	6.94%
投资性房地产	1.32	6.43%	1.30	5.42%	1.91	6.42%
固定资产	2.33	11.38%	2.43	10.09%	2.24	7.53%
<b>非流动资产合计</b>	<b>5.91</b>	<b>28.93%</b>	<b>6.59</b>	<b>27.43%</b>	<b>8.05</b>	<b>27.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.70</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

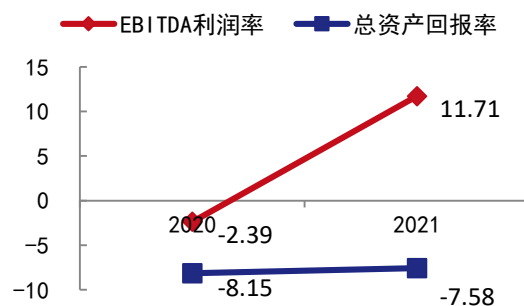
### 盈利能力

受资产及信用减值等因素影响，公司继续亏损，同时2022年一季度营业收入大幅下降，公司盈利能力短期内继续承压

2021年公司营业收入及销售毛利率均有所回升，但期间费用率仍较高，资产及信用减值损失仍较大，公司持续亏损，全年净利润为-2.29亿元。2022年1-3月，公司营业收入大幅下降，且持续计提较大金额的资产减值，公司营业利润同比大幅下降。盈利能力指标方面，2021年随着销售毛利率的恢复，公司EBITDA利润率由负转正，但总资产回报率仍未改善。考虑到公司现有主要经销商存在流动性困难，线上销售渠道仍处于发展阶段，且资产减值风险较大，如不能快速采取行之有效的措施，公司盈利能力短期内或将难以改善。

**图 8 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


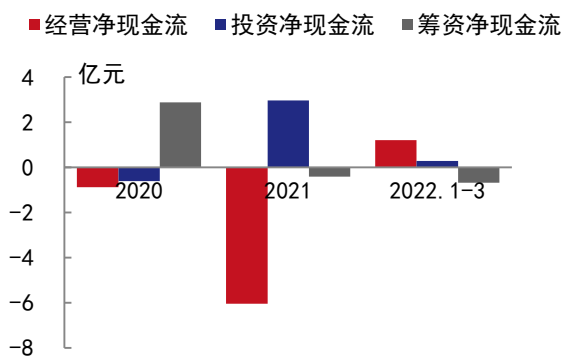
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

受经销商回款减弱等因素影响，2021年公司经营净现金大额净流出，且2022年一季度仍未有改善，面临较大的资金压力

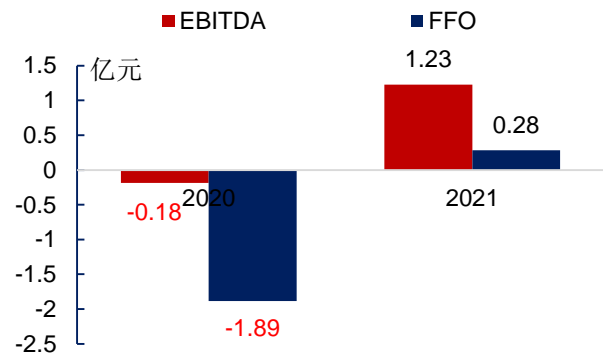
2021年随着销售毛利率得到恢复，公司EBITDA和FFO均由负转正，但因公司销售回款大幅减弱，叠加1.73亿元受限资金被列入支付其他与经营活动有关的现金，经营活动现金大额净流出；公司投资净现金流入规模较大，主要系收回周建永占用资金所致；筹资活动现金流随着新增融资规模的下降以及原有债务的到期偿还而小幅净流出。2022年1-3月，公司经营净现金转为净流入，主要系部分受限资金转回等其他经营性现金流入所致；筹资净现金流随着债务到期偿还表现为持续净流出。目前公司IPO募投项目已终止，本期债券募投项目投资进度较慢，但考虑到公司经营回款仍未得到改善，且短期债务规模仍较大，仍面临较大的资金压力。

图 10 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

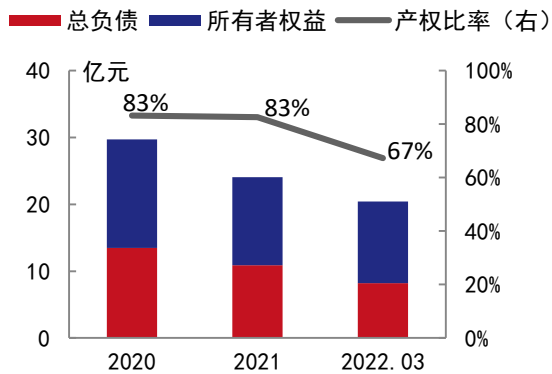
## 资本结构与偿债能力

公司债务规模有所下降，但偿债能力仍较弱，债务偿还压力仍较大

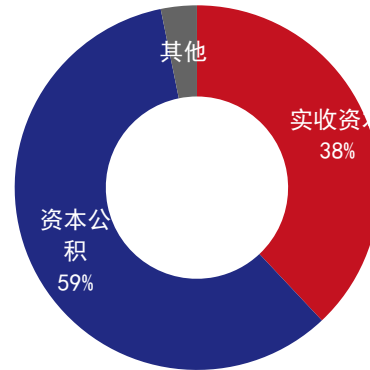
2021年末，随着债务的偿还，公司负债规模有所下降，且受利润亏损影响，公司所有者权益有所下降，综合影响下，公司产权比率未发生较大变动。2022年3月末，公司负债规模进一步下降，而所有者权益下降幅度相对较小，产权比率有所下降。

图 12 公司资本结构

图 13 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

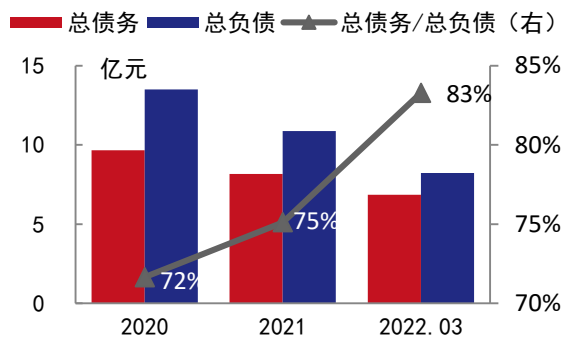
跟踪期内，公司负债规模持续下降，整体仍以流动负债为主。公司短期借款规模持续增长，2022年3月末为3.40亿元，占总负债的比重达41.33%；公司应付票据规模持续下降，2022年3月末已无存续应付票据；公司应付账款主要为应付货款及材料款，2022年3月末大幅减少；2021年末公司其他应付款变动较小，主要为应付费用类款项，2022年3月末有所增加，主要为新增的股东借款；随着长期债务的到期偿还，公司一年内到期的非流动负债波动较大，2022年3月末为0.43亿元，均为一年内到期的长期借款；公司长期借款规模持续下降，2022年3月末已全部调整入一年内到期的非流动负债；公司应付债券有所减少，主要系“19起步01”到期偿还所致，2022年3月末为2.28亿元，均为本期债券。

**表10 公司主要负债构成情况 (单位：亿元)**

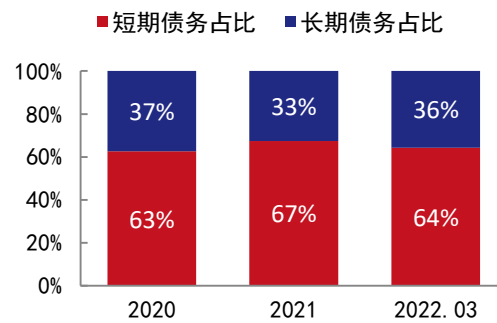
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.40	41.33%	2.98	27.43%	2.78	20.60%
应付票据	0.00	0.00%	1.19	10.95%	3.28	24.27%
应付账款	0.69	8.37%	1.91	17.57%	1.83	13.58%
其他应付款	0.88	10.69%	0.37	3.43%	0.33	2.47%
一年内到期的非流动负债	0.43	5.26%	1.34	12.32%	0.00	0.03%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.70</b>	<b>69.38%</b>	<b>8.07</b>	<b>74.24%</b>	<b>9.45</b>	<b>70.04%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.20	1.79%	0.43	3.21%
应付债券	2.28	27.74%	2.25	20.68%	3.18	23.54%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.52</b>	<b>30.62%</b>	<b>2.80</b>	<b>25.76%</b>	<b>4.04</b>	<b>29.96%</b>
<b>负债合计</b>	<b>8.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.49</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司总债务及总负债规模均持续下降，截至2022年3月末，公司总债务为6.84亿元，占总负债的比重有所提高。期限结构方面，公司短期债务占比仍相对较高，债务到期压力仍较大。

**图 14 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 15 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2021年末公司资产负债率和总债务/总资本保持相对稳定，随着EBITDA及FFO转正，净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数及FFO/净债务均有所好转，但因公司销售回款弱，偿债压力仍较大。2022年3月末，随着负债规模的进一步下降，公司资产负债率及总债务/总资本有所下降。

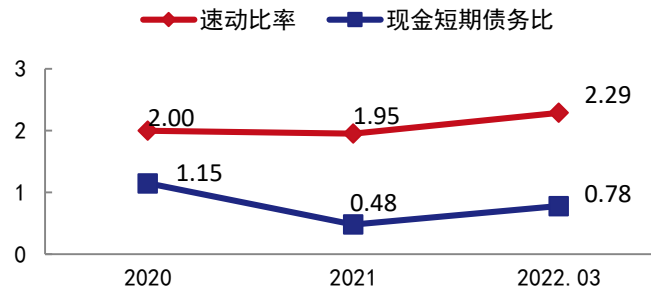
**表11 公司杠杆状况指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	40.20%	45.22%	45.43%
净债务/EBITDA	-	4.73	-16.19
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	-0.41
总债务/总资本	35.89%	38.27%	37.36%
FFO/净债务	-	4.84%	-63.11%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性指标方面，公司速动比率相对稳定，且2022年3月末有所上升；现金短期债务比2021年末下降较大，主要系受限货币资金规模较大所致，2022年3月末随着部分资金受限情况解除，现金短期债务比有所提升。同时，中证鹏元关注到公司流动资产中应收账款占比较大，且面临较大回收风险，货币资金中部分为本期债券募集资金，公司流动性情况仍较弱。此外，公司因被证监会立案调查，且继续被实施其他风险警示，银行借款等外部融资可得性受到较大影响。2022年1-3月，公司控股股东湖州鸿煜通过提供担保和资金拆借等方式为公司提供了一定的流动性支持，一定程度上缓解了公司的流动性压力。

**图 16 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存续借款均为关注类，已结清信贷信息存在一笔不良类短期借款和一笔不良类银行承兑汇票，系公司一笔银行承兑汇票到期后未及时归还，兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）就未偿还部分垫款所致。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 其他重要事项

#### 一、立案调查

公司于2022年1月17日收到中国证券监督管理委员会的《立案告知书》（编号：证监立案字0382022029号）。因涉嫌信息披露违法违规等事项，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证券监督管理委员会决定对其立案调查。截至本报告出具日，立案调查尚在进行中。

#### 二、涉诉事项

1、截至2022年6月6日，公司2021年度审计报告中披露的公司其他涉诉事项，除与晋江市坤鑫纸业贸易有限公司纠纷尚未判决，其他案件均已和解或撤诉。

**表12 2021 年度审计报告中披露涉诉事项进展情况（单位：万元）**

诉讼主体	案件标的	案由	诉讼进展
晋江市坤鑫纸业贸易有限公司	302.39	买卖合同纠纷	已开庭，待补充证据
兴业银行	14,009.67	金融借款合同纠纷	对方撤诉
浙江高人道具有限公司	121.00	货款纠纷	已和解，已付
鸿昌（福建）鞋材有限公司	60.68	货款纠纷	对方撤诉
广州仕尚服饰有限公司	108.76	购销合同纠纷	已和解，已付



中山市实拓服饰有限公司	21.54	购销合同纠纷	已和解, 已付
-------------	-------	--------	---------

资料来源: 公司提供

2、截至2022年6月6日, 公司存在其他四项未决诉讼情况, 标的金额合计约569万元, 均为商业纠纷, 存在一定或有负债风险。

**表13 公司其他未决诉讼情况**

诉讼主体	案件标的	案由	诉讼进展
钟跃	约 29 万元	经济补偿金纠纷	二审待判
东莞市凡品服饰有限公司	282.57 万元及利息	买卖合同纠纷	待判决
湖南博友等离子自动化设备有限公司	约 134 万	买卖合同纠纷	驳回对方起诉
佛山市三水日邦化工有限公司	约 123 万元	货款纠纷	驳回上诉

资料来源: 公司提供

## 八、抗风险能力分析

近年, 我国城镇居民可支配收入及消费性支出增速波动较大, 衣着消费支出占比呈下降趋势, 且近年我国出生人口持续下滑, 童装市场增量空间或受限, 同时行业竞争较为充分。公司受自身及市场因素影响, 盈利能力持续下滑。2022年1-3月, 公司营业收入同比下降78.53%, 面临很大经营压力。公司经营性现金流持续净流出, 资产减值风险较大, 仍面临较大的债务偿还压力, 且因涉嫌信息披露违规, 被证监会立案调查。中证鹏元也关注到, 公司获得了控股股东的流动性支持。整体来看, 公司抗风险能力仍较弱。

## 九、结论

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

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.47	4.38	6.45	5.52
应收账款	7.11	7.46	3.39	5.80
预付款项	0.55	2.03	2.86	0.89
存货	1.47	1.68	2.75	2.32
流动资产合计	14.53	17.45	21.65	18.89
其他权益工具投资	0.62	1.05	2.06	0.78
投资性房地产	1.32	1.30	1.91	0.58
固定资产	2.33	2.43	2.24	3.57
非流动资产合计	5.91	6.59	8.05	6.85
资产总计	20.44	24.04	29.70	25.74
短期借款	3.40	2.98	2.78	3.06
应付票据	0.00	1.19	3.28	1.92
应付账款	0.69	1.91	1.83	1.68
其他应付款	0.88	0.37	0.33	0.37
一年内到期的非流动负债	0.43	1.34	0.00	0.00
流动负债合计	5.70	8.07	9.45	7.65
长期借款	0.00	0.20	0.43	0.24
应付债券	2.28	2.25	3.18	1.04
非流动负债合计	2.52	2.80	4.04	1.36
负债合计	8.22	10.87	13.49	9.00
总债务	6.84	8.17	9.67	6.26
归属于母公司的所有者权益	12.21	13.12	16.16	16.75
营业收入	0.68	10.50	7.73	15.23
净利润	-0.67	-2.29	-2.79	1.42
经营活动产生的现金流量净额	1.20	-6.04	-0.88	-0.03
投资活动产生的现金流量净额	0.27	2.95	-0.62	-0.27
筹资活动产生的现金流量净额	-0.69	-0.41	2.88	0.42
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	22.46%	30.84%	19.80%	32.60%
EBITDA 利润率	-	11.71%	-2.39%	17.63%
总资产回报率	-	-7.58%	-8.15%	8.31%
产权比率	67.23%	82.54%	83.24%	53.79%
资产负债率	40.20%	45.22%	45.43%	34.98%
净债务/EBITDA	-	4.73	-16.19	0.00
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	-0.41	9.63
总债务/总资本	35.89%	38.27%	37.36%	27.20%

FFO/净债务	-	4.84%	-63.11%	-7,863.90%
速动比率	2.29	1.95	2.00	2.17
现金短期债务比	0.78	0.48	1.15	1.34

注：（1）2019 年度财务数据及指标为追溯调整前口径；（2）EBITDA 利息保障倍数、速动比率与公司披露数据存在差异，系计算公式不同所致。

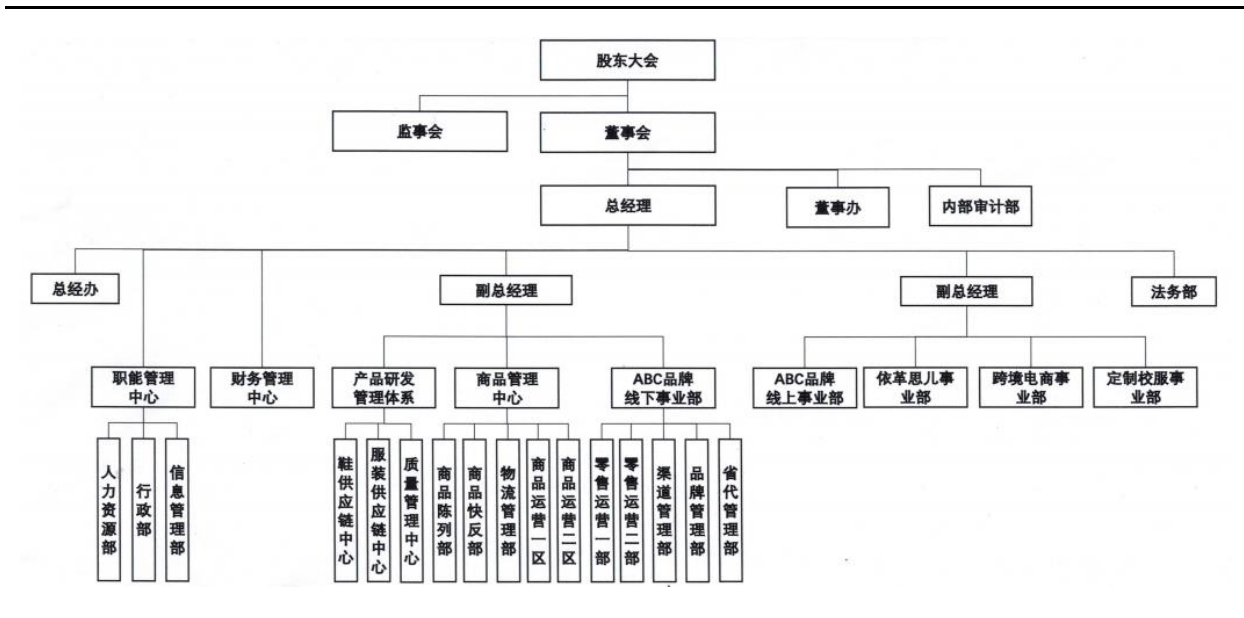
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2021 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
杭州起步电子商务有限公司	100.00	55%	互联网销售等

资料来源：公司 2021 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。