

2020年天创时尚股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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	A-	A+
评级展望	负面	稳定
天创转债	A-	A+

评级观点

- 本次评级下调主要是基于：天创时尚股份有限公司（以下简称“天创时尚”或“公司”，股票代码“603608.SH”）因关联方股权收购业务未履行董事会审批和信息披露义务，以及与关联交易相关的内部控制的设计和執行等缺陷，2023 年被出具无法表示意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告，同时股票交易被实施退市风险警示，需关注公司治理对其经营和信用水平形成的影响。同时中证鹏元也关注到公司在中端女鞋市场仍具有一定竞争力及品牌知名度，但由于下游消费需求仍偏弱，女鞋市场持续低迷，公司鞋履产品仍存在较大的销售压力，库存商品周转及减值风险犹存，本期债券募投项目达产时间延期且已投部分存在减值风险，本期债券存在回售风险。

评级日期

2024 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	20.04	21.24	21.44	25.63
归母所有者权益	11.94	12.97	13.40	15.61
总债务	5.80	5.75	5.71	6.69
营业收入	2.85	12.74	12.73	19.25
净利润	-0.04	-0.28	-1.79	-0.63
经营活动现金流净额	0.16	1.19	0.98	-0.48
净债务/EBITDA	--	-0.17	28.74	-0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	-0.07	5.86
总债务/总资本	32.25%	30.34%	29.71%	29.83%
FFO/净债务	--	-10.29%	200.90%	46.28%
EBITDA 利润率	--	8.29%	-0.14%	7.17%
总资产回报率	--	0.49%	-5.10%	-1.81%
速动比率	3.72	3.81	3.60	2.55
现金短期债务比	45.99	53.53	38.00	6.46
销售毛利率	61.29%	62.09%	58.37%	56.42%
资产负债率	39.20%	37.80%	37.04%	38.63%

注：公司 FFO/净债务、净债务/EBITDA 为负数，系净债务为负数所致，资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司品牌仍具有一定的知名度，在中端女鞋市场有一定竞争力。**公司具有 20 余年的女鞋行业经验，旗下的鞋类品牌包括 KISSCAT、ZSAZSAZSU、TIGRISSO 和 KISSKITTY 等自有品牌，具有一定的品牌知名度，同时销售渠道网络布局完善，以线下实体店（直营及加盟店）运营为主，同时也拓展了线上第三方平台电商业务及社交平台、私域流量运营等模式，2023 年公司营业收入为 12.74 亿元，同比略有增长。

关注

- **公司被出具无法表示意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告，同时股票交易被实施退市风险警示。**因关联方股权收购业务未履行董事会审批和信息披露义务，同时普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“审计机构”）对股权交易价格的公允性提出质疑，而公司管理层未就该交易的商业实质及商业理由提供合理解释，2023 年审计机构对公司出具了无法表示意见的审计报告。因与关联交易相关的内部控制的设计与执行缺陷、公允价值评估相关的内部控制的执行缺陷以及企业层面控制的设计与执行缺陷等，2023 年审计机构对公司出具了否定意见的内部控制审计报告。同时由于上述因素，公司股票被实施退市风险警示，股票简称由“天创时尚”变更为“*ST 天创”，公司先后收到上海证券交易所监管问询函和中国证券监督管理委员会广东监管局（以下简称“广东证监局”）下发的责令改正措施的决定。此外，2023 年 2 月公司、子公司及相关高管亦因为信息披露不规范等原因被广东证监局出具警示函，以上事件一定程度上反映出公司在内部控制、财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施尚待完善。
- **女鞋市场持续低迷，公司鞋履产品仍存在较大的销售压力。**公司移动互联网数字营销业务收入继续缩减，现以时尚女鞋为主要业务，虽然 2023 年公司鞋履板块产能增长带来产品产销量以及营业收入的增长，同时鞋品业务毛利率略有增长，存货周转效率和库存商品库龄结构有所改善，公司存货规模同比下降，但公司库存商品占总资产的比重仍较高，占用了较多营运资金，且由于下游消费需求仍偏弱，女鞋市场持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，公司鞋履产品仍存在较大的销售压力，库存商品周转及减值风险犹存。2023 年及 2024 年一季度公司线下门店数量继续减少，净利润分别为-0.28 亿元和-418.04 万元，仍未能扭亏。
- **本期债券募投项目延期，已投资产存在减值风险。**本期债券募投项目原计划建设 4 条自动化智能生产线及 4 条柔性生产线，截至 2024 年 3 月末已投资 4.93 亿元，项目主体建筑工程基本完工并投入使用，公司于 2022 年投入了 2 条智能化生产线进行生产，但由于下游需求仍偏弱，同时为减少日常运营成本，2023 年募投项目已投产的 2 条生产线停工，相关生产人员调整至公司本部工作，募投项目已购置的生产设备暂时闲置，已投资产存在减值风险。2023 年 4 月公司公告称，募投项目达产时间由 2023 年 8 月延期至 2025 年 8 月，目前女鞋板块消费需求仍较为低迷，募投项目后续投资进度存在不确定性。
- **本期债券存在回售风险。**根据回售条款，本期债券最后两个计息年度（2024 年 6 月 24 日-2026 年 6 月 24 日），若公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或者部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。公司股价持续低迷，截至 2024 年 6 月 18 日公司股票收盘价为 2.53 元/股，远低于本期债券最新转股价格 12.29 元/股，本期债券余额为 5.99 亿元。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。国内女鞋销售额持续下滑，2024 年一季度公司净利润仍未能扭亏，公司因关联交易收到广东证监局责令改正的行政监管措施，现已完成整改报告提交至监管机构，但公司股价持续低迷，本期债券转股进度较慢，未来可能面临较大回售压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	ST 奥康	红蜻蜓	哈森股份	公司
总资产	40.42	43.61	9.72	21.24
营业收入	30.86	24.69	8.12	12.74
净利润	-0.94	0.72	0.02	-0.28
销售毛利率	43.73%	36.86%	55.00%	62.09%
资产负债率	27.77 %	26.55%	16.30%	37.80%
销售费用率	37.22%	21.35%	48.20%	46.72%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：各公司年度报告，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
纺织服装企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				-1
	补充调整				0
个体信用状况					a-
外部特殊支持					0
主体信用等级					A-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
天创转债	6.00	5.99	2023-06-26	2026-06-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，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6月发行6年期“天创转债”，募集资金6.00亿元，拟5.20亿元用于智能制造基地建设项目，0.80亿元用于补充流动资金，根据公司发布的《天创时尚股份有限公司2023年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》披露，截至2023年末，公司累计投入使用募集资金57,059.11万元，尚未使用募集资金1,979.40万元，募集资金专户余额2,998.06万元¹。

三、发行主体概况

2023年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。因本期债券转股，公司股本发生小幅变化，截至2024年3月末，公司总股本为41,970.84万股，青岛禾天贸易合伙企业（普通合伙）（以下简称“青岛禾天”）持有公司17.45%股份，为公司控股股东，公司实际控制人为李林，股权结构图参见附录二，根据公司2024年一季度报告，公司控股股东和实际控制人持有公司的股权均未质押。

公司主要从事时尚女鞋的研发、生产、分销及零售业务，2023年公司新设1家子公司意奇移动科技有限公司，因注销而减少4家合并范围的子公司：霍尔果斯思义网络科技有限公司、北京云享时空科技有限公司、江西小子科技有限公司、霍尔果斯普力网络科技有限公司，截至2023年末纳入公司合并范围的子公司共26家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周

¹ 与尚未使用的募集资金余额的差额 1,018.67 万元，包括公司收到已结算的理财产品投资收益 787.51 万元、募集资金账户收到的利息 231.16 万元。

期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

（一）纺织服装行业

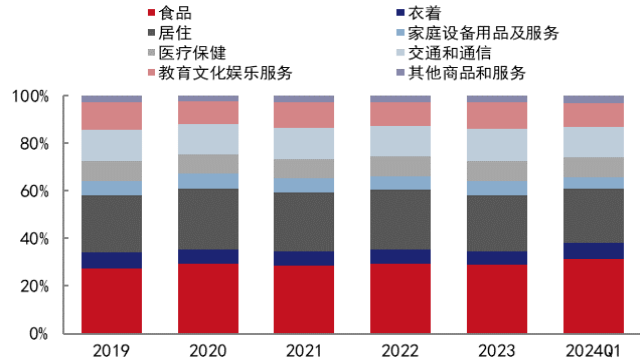
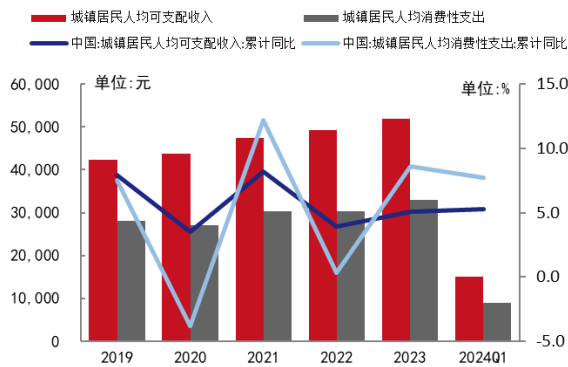
近年我国衣着消费支出增速持续低于人均消费支出增速，衣着消费占比呈下降趋势，且短期面临消费降级压力

近年我国城镇居民人均可支配收入及消费性支出均保持增长，但衣着消费占比呈下降趋势。2023年我国城镇居民人均可支配收入51,821元，人均消费支出32,994元，同比增速分别为5.1%、8.6%，增速较2022年均明显提升。消费结构方面，受国内外环境影响，在经济增速放缓、消费需求收缩的情况下，消费者更倾向于保障基本生活需求的消费品类，食品和居住仍是我国城镇居民主要的消费方向，受消费场景的制约与限制，对于衣着穿戴类等的时尚品类的需求则并不突出，近年衣着消费支出增速持续低于人均消费支出增速，衣着消费支出占比持续下降。从长期趋势上看，伴随国内经济水平提升，消费者更加重视消费的质量，对商品、价格、服务的要求也更高，居民处在消费波动升级的大背景下，但当前国内

居民收入信心及消费信心仍显不足，消费者对服装价格的敏感度明显提高，对品牌知名度的关注度下降，对性价比关注度更高，服装消费短期面临消费降级压力。

图 1 2023 年城镇居民收入及消费增速提升

图 2 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

2023 年纺织服装行业延续“弱需求”态势，海外需求收缩，出口压力明显加大，但在内需市场回暖的驱动下，服装企业效益降幅小幅收窄，行业景气度边际回升，中短期内预计行业呈现弱复苏态势

2023 年我国服装行业生产规模有所下降，工业增加值持续负增长。海外需求收缩、原材料成本处于高位、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织服装行业造成较大外部冲击，经济运行压力显著加大，2023 年服装行业规模以上企业工业增加值同比下降 7.6%，降幅比前三季度收窄 1.2 个百分点，比 2022 年同期提升 5.7 个百分点；规模以上企业完成服装产量 193.9 亿件，同比下降 8.69%，降幅比前三季度收窄 0.7 个百分点，比 2022 年同期提升 5.33 个百分点。

从国内市场看，随着国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，我国纺织服装内需呈现回暖趋势，2023 年全年行业综合景气指数持续位于 50 以上。2023 年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长 12.9%，增速较 2022 年大幅回升 19.4 个百分点，其中限额以上单位服装类商品零售额累计 10,352.9 亿元，同比增长 15.4%，增速比 2022 年同期提升 23.1 个百分点。

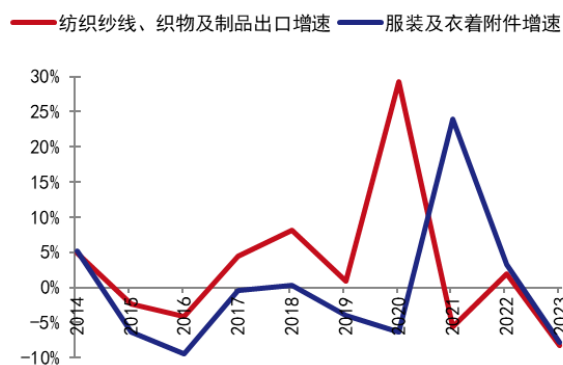
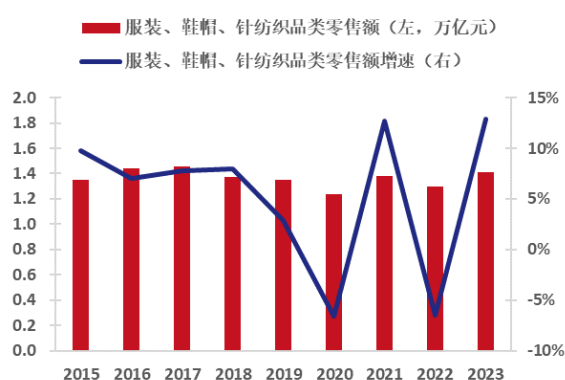
出口方面，海外服装品牌库存仍处于较高位置，2023 年为去库存周期，且受俄乌冲突、欧美通胀以及东南亚订单转移等因素影响，国际需求明显放缓，我国纺织行业出口压力明显加大，2023 年全年纺织品服装出口总额为 2,936.4 亿美元，同比下降 8.1%，增速由正转负，其中服装出口额 1,591.4 亿美元，同比减少 7.8%。在出口贸易结构上，我国对美国、欧盟、日本等市场纺织品服装出口规模均较上年有所减少，对“一带一路”沿线的土耳其、俄罗斯等国家出口稳中有升。

2023 年以来，市场需求偏弱引发供给端竞争加剧，产品价格整体处于弱势，企业为缓解库存累升、

现金流趋紧压力，低价出货现象增多，较高的原材料成本沿产业链向消费端传导受阻，我国服装行业经济运行严重承压，2023年我国服装行业规模以上企业实现营业收入12,104.66亿元，同比下降5.40%，降幅比2022年扩大0.84个百分点；利润总额613.82亿元，同比下降3.39%，降幅比2022年收窄2.95个百分点。但受益于年末服装出口和内销市场的向好表现，行业效益指标呈现逐季改善趋势，2023年全年服装行业营业收入和利润总额降幅较前三季度分别收窄2.73个百分点和3.81个百分点。当前国际品牌去库存成效显著，2024年有望迎来补库需求，中短期内预计行业呈现弱复苏态势。

图 3 国内服装、鞋帽、针纺织品零售复苏

图 4 纺织品及服装出口压力明显增大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

服装行业新增投资聚焦于技术改造、品牌建设以及渠道布局等转型升级领域，2023年行业投资增速再次转负，投资信心略显不足；产成品库存方面，2023年行业处于去库存周期，库存压力减轻使得终端折扣相对可控，有望带动行业经营质量回升

受市场需求偏弱、成本传导压力加大等因素影响，服装企业投资信心相对不足，2023年我国纺织服装、服饰业固定资产投资完成额同比下降2.2%，较2022年下滑27.5个百分点；但从趋势上看，随着盈利水平逐渐改善及行业转型升级步伐加快，全年行业投资降幅持续收窄，全年降幅比上半年和前三季度分别收窄3.1和2.5个百分点。行业数字化、智能化转型升级明显提速，在新增固定资产投资项目中，以产能升级改造为主，涉及智能化设备的开发应用、智能工厂建设、供应链优化、品牌营销、渠道拓展、仓储物流等多个领域。

2022年服装业产成品库存增速整体处于较高水平，主要系运输受阻及下游需求不足所致。2023年服装行业以消耗存量库存为主，库存增速自3月起转负，全年纺织服装、服饰业产成品库存同比下降2.90%。截至2024年2月末，纺织服装、服饰业产成品存货规模为876.3亿元，同比下降0.9%，库存规模整体处在相对低位，库存压力减轻使得终端折扣相对可控，进而有望带动服装企业经营质量回升。

图 5 2023 年服装行业固定资产投资增速回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 6 服装行业库存规模整体处在相对低位



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

(二) 女鞋细分市场

国内女鞋销售额持续下滑，鞋类上市公司业绩表现有一定改善，但仍处于略微盈利或亏损

女鞋作为大众时尚消费品市场的细分子品类，根据女性消费次序与消费频次上差异，其与美妆类、服饰类的商品相比，有着较为明显的主次先后之分，鞋品总体消费频次较美妆、服饰类别来说相对较低，因此鞋履行业在时尚大消费行业细分领域中，行业份额占比相对较小。鞋服行业属于充分竞争的行业，消费需求受消费者的代际迁移、穿着场景的变化、消费者心理需求的变化、消费渠道的分化等影响较大，变得更为多样化、个性化，随着消费者时尚意识和消费水平的提高，品牌女鞋需求显著上升，同时随着居民健康和个性化意识的提升，运动类鞋品的需求量提升，非运动类女鞋增速放缓。在宏观经济增速放缓、市场需求偏弱的背景下，国内女鞋销售额自2021年首现负增长后，2022年进一步大幅下滑25.0%，2023年增速在低基数上回升，但增速仍为负值，销售额为267.05亿元，为历史较低水平。

图 7 近年国内女鞋销售额持续下行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

大多数主流女鞋企业以拥有多品牌和完整产业链为运营模式，且于早期借助线下百货渠道布局扩张，靠占领渠道先机与优势形成了较为固定的竞争格局，也形成了相对稳定的国内中高端时尚女鞋品牌阵营。

与2022年相比，2023年A股上市公司中的鞋类公司营业收入和利润均有好转，但仍是略微盈利或亏损，奥康国际和天创时尚的股票简称2023年以来先后变更为“ST奥康”和“*ST天创”。

表1 2023年A股上市鞋类公司业绩情况（单位：亿元）

股票代码	公司名称	营业收入	同比变动	净利润	上年净利润
603001.SH	ST 奥康	30.86	12.05%	-0.94	-3.72
603116.SH	红蜻蜓	24.69	9.65%	0.72	-0.32
603608.SH	*ST 天创	12.74	0.06%	-0.28	-1.79
603958.SH	哈森股份	8.12	6.04%	0.02	-1.56

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2023年北京小子科技有限公司（以下简称“小子科技”）所属的移动互联网数字营销业务收入继续缩减，原有经营团队于2024年初解散；公司现以时尚女鞋为主要业务，自有品牌仍具有一定知名度，2023年公司女鞋产量和销量增加带动营业收入小幅增长，毛利率提升，存货周转效率和库存商品库龄结构有所改善，但库存商品占总资产的比重仍较高；由于下游消费需求仍偏弱，女鞋市场持续低迷，2023年公司线下门店数量继续减少，募投项目已投产的2条生产线停产，后续达产时间延期

公司主要从事时尚女鞋的研发、生产、分销及零售业务，2017年收购小子科技后新增移动互联网数字营销业务。公司收购小子科技产生的商誉在2021年已全额计提完毕，由于经营不善，2024年初小子科技原有经营团队解散。鞋品为公司重要收入来源，公司旗下拥有自有品牌 KISSCAT、ZSAZSAZSU、TIGRISSO 和 KISSKITTY，并代理西班牙品牌 Patricia。按品牌划分来看，公司收入主要由自有品牌 KISSCAT 和 TIGRISSO 贡献，按渠道划分来看，公司收入主要源于线下门店销售。2023年公司营业收入为12.74亿元，同比略有增长，收入增量主要来自鞋品业务，互联网数字营销收入继续下降，2023年收入规模很小。毛利率方面，鞋品业务毛利率略有增长，同时毛利率较低的互联网数字营销业务收入占比下降，带动公司销售毛利率提升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
鞋、包及其他	2.85	99.95%	61.31%	12.55	98.55%	62.66%	11.91	93.55%	61.46%
互联网数字营销	0.001	0.05%	33.82%	0.12	0.93%	16.05%	0.76	6.01%	11.45%
其他	0.00	0.00	-	0.07	0.51%	35.25%	0.06	0.44%	41.16%
合计	2.85	100.00%	61.29%	12.74	100.00%	62.09%	12.73	100.00%	58.37%

注：尾差系四舍五入所致，下同。

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

► 销售渠道网络及销售客户

公司产品销售渠道包括线下直营渠道、加盟商渠道及线上电商平台，2023年公司通过上述渠道实现的销售收入分别为 8.15 亿元、1.09 亿元和 3.32 亿元，其中直营渠道销售占比高，2023 年公司各渠道的销售毛利率均有一定增长。

表3 公司门店及电商销售情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	8.15	68.17%	7.42	67.74%
加盟店	1.09	43.48%	1.10	38.00%
电商渠道	3.32	55.43%	3.39	55.32%
合计	12.55	62.66%	11.91	61.46%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

公司直营店由公司自行租赁，其货品、资金和人员由公司本部统一调配，直营客户主要包括银泰、百盛以及苏宁等百货商场。加盟店方面，公司通常授权加盟商在特定区域内销售公司旗下品牌的女鞋产品，公司主要通过向加盟商销售货品实现销售收入，加盟商以季节划分，分4批次向公司订货，订货时支付一定比例定金，余款于后期分批提货前支付，加盟店的库存由加盟商自行处置。由于下游需求恢复缓慢，国内女鞋品牌众多，加之国外品牌冲击，近年公司持续整合线下门店数量，缩减低效渠道投入，关停亏损业务单元，2023年公司关闭店铺163家，其中直营店98家，加盟店65家，截至2023年末，公司门店总数为1,151家，较上年末净减少101家；2024年一季度公司关闭店铺32家。趋势上，2023年公司关店进度同比有所放缓，但考虑到中端品牌市场竞争压力较大，预计公司直营及加盟渠道的销售压力依然较大。

表4 公司门店情况统计（单位：家）

品牌	类型	2024 年 1-3 月			2023 年			2022 年		
		期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭	期末数	新增	关闭
KISSCAT	直营店	367	3	11	375	16	48	407	25	49
	加盟店	227	1	6	232	15	51	268	15	35
ZSAZSAZSU	直营店	97	1	1	97	7	6	96	7	10
	加盟店	11	0	0	11	0	0	11	0	0
TIGRISSO	直营店	209	1	7	215	5	21	231	13	22
	加盟店	79	1	4	83	9	12	86	9	13
KISSKITTY	直营店	50	0	2	52	8	19	63	17	13
	加盟店	32	0	0	32	0	2	34	13	7
其他品牌	直营店	33	1	1	32	2	4	34	1	18
	加盟店	22	0	0	22	0	0	22	2	5
直营店合计		756	6	22	771	38	98	831	63	112

加盟店合计	371	2	10	380	24	65	421	39	60
合计	1,127	8	32	1,151	62	163	1,252	102	172

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电商渠道方面，电商渠道主要通过入驻第三方平台如天猫、唯品会、小红书等公域，以及微信小程序等私域运营平台等进行销售。业务模式分为直销和代销，代销模式下（以唯品会为代表），公司与电商平台直接进行结算，由电商平台支付回款；直销模式下（以天猫为代表），公司向电商平台支付一定代理费并借助电商平台向终端用户出售产品，由消费者支付回款，结算周期以客户收货后7天结算为主。电商渠道的库存由公司进行处置。电商渠道推广费用较高，对公司的利润贡献不及线下渠道，且近年收入规模持续下降，2023年公司线上电商渠道收入占鞋品业务收入的26.42%，同比下降2.02个百分点。

主要客户销售方面，近年公司前五大客户多为百货商场及电商类客户，2023年公司对前五大客户的销售金额为2.73亿元，占比21.40%，较上年有所提升，但客户保持稳定，唯品会（中国）有限公司仍为公司第一大客户。

表5 公司前五名客户销售情况（万元）

年度	序号	客户	销售金额	占主营业务收入比重
2023年	1	唯品会（中国）有限公司	11,959.76	9.39%
	2	银泰商业（集团）有限公司	5,646.90	4.43%
	3	天虹商场股份有限公司	3,993.17	3.14%
	4	百盛商业集团有限公司	3,193.09	2.51%
	5	苏宁易购集团股份有限公司	2,457.13	1.93%
			合计	27,250.05
2022年	1	唯品会（中国）有限公司	11,427.86	8.98%
	2	银泰商业（集团）有限公司	3,546.91	2.79%
	3	天虹商场股份有限公司	3,179.66	2.50%
	4	百盛商业集团有限公司	2,118.29	1.66%
	5	苏宁易购集团股份有限公司	2,082.15	1.64%
			合计	22,354.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

品牌运营方面，目前公司经营品牌主要包括自有品牌KISSCAT、ZSAZSAZSU、TIGRISSO和KISSKITTY及代理品牌Patricia，公司主要自有品牌具有一定的知名度，Patricia品牌代理属于买断销售，产品均从西班牙进口。从销售额来看，由于KISSCAT和TIGRISSO为公司主打品牌，2023年末上述品牌门店数量占比分别达52.74%和25.89%，销售金额分别为4.83亿元及3.77亿元，对收入的贡献亦较高。2023年KISSCAT销售毛利率同比提升4.21个百分点，主要系产量提升导致单位均摊成本下降所致；TIGRISSO销售毛利率同比下降3.76个百分点，主要系该品类毛利率较低的电商、加盟渠道销量占比提升，同时成本较高的运动品类销售占比提升所致。

表6 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	4.83	62.06%	4.56	57.85%
TIGRISSO	3.77	61.60%	3.53	65.36%
ZSAZSAZSU	2.35	65.93%	1.94	65.39%
KISSKITTY	0.84	53.85%	0.99	51.04%
其他品牌	0.77	71.42%	0.88	67.72%
合计	12.55	62.66%	11.91	61.46%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

➤ 生产模式及产销匹配状况

生产经营模式方面，公司采取自主生产与外协生产相结合的方式合理调配产能，一方面生产中心根据订单需求科学排产、按需计划，另一方面在生产过程中通过量产前试制预防、量产中关键工序的重点防控以确保品质。公司生产基地位于广州市南沙区东涌镇，原女鞋的自有年产能约为259万双，2022年由于募投项目所建成2条生产线投入使用，年产能增加约60万双，但由于下游需求仍偏弱，2023年公司募投项目已投产的2条生产线停工，相关生产人员调整至公司本部工作，募投项目已购置的生产设备暂时闲置，同时公司本部的产能提升。

从产销匹配情况来看，公司主要根据市场需求及订单情况组织生产，近年公司产量波动较大，2023年产量同比增长40.07%，销量同比增长7.97%，公司产销率下降。外协生产比例整体稳定，2023年为25.8%，采用外协生产是出于成本控制方面的考虑，如部分运动鞋款式生产数量较少，如采用自产，从设备开模到最后出厂单位成本较高。

表7 公司鞋品产销情况（单位：万双）

项目	2023 年	2022 年
产量	260.12	185.70
销量	283.72	262.78
产销率	109.07%	141.51%

注：表中产量包括外协产量。

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

➤ 采购及原材料成本变化

近年公司营业成本中，除外协成本外，原材料成本占据一定比例，其中皮料为主要原材料，并以牛皮居多，皮料主要包括面料及里料，2023年上述原材料采购单价变化不大。公司采用“战略+按需”的采购模式，近年前五大供应商占比不高，供应商较为分散。

➤ 库存及周转效率

公司在全国范围内设立南区（总仓）、东区、北区、西区四个区域物流仓，库存商品主要由直营及

电商渠道的库存构成，2023年公司继续限制采购、着力消化旧品，库存余额同比继续大幅下降，期末存货库存商品账面余额为3.08亿元，占资产总额的14.49%，较上年末减少0.37亿元；库存商品累计计提跌价准备0.17亿元，同比下降53.27%。从库龄来看，1年以内的占比提升至77%，1-2年的占比降至18%，公司一年以上库存商品结存大幅减少，库龄结构较上年有所改善。

表8 公司鞋品库存情况

项目	2023年	2022年
库存量（万双）	167.22	190.82
存货-库存商品期末余额（万元）	30,774.25	34,454.97
存货跌价准备-库存商品跌价准备余额（万元）	1,676.60	3,588.17

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

从周转效率指标来看，2023年公司存货周转天数、应付账款周转天数减少，主要是公司限制采购以及清理供应商货款、着力消化旧品所致；应收账款周转天数减少，主要是公司积极催收前期贷款所致。综合影响下，公司净营业周期增加至232天。

表9 公司周转效率指标情况（单位：天）

项目	2023年	2022年	增减变动
存货周转天数 ²	273	291	-18
应收账款周转天数	39	54	-15
应付账款周转天数	80	131	-51
净营业周期	232	214	18

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

但整体来看，得益于公司产销量的增长，公司存货规模同比有所下降，存货周转效率提升，但由于市场竞争压力较大，且公司存货在资产中占比仍较高，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险。

➤ 在建项目产能消化

本期债券募投项目智能制造基地建设（万洲工业园）项目预计总投资9.29亿元，计划建设4条自动化智能生产线及4条柔性生产线，截至2024年3月末已投资4.93亿元，项目主体建筑工程基本完工并投入使用，但是产线铺设尚未全部完成。公司于2022年投入了2条智能化生产线进行生产，但由于下游需求仍偏弱，同时为减少日常运营成本，2023年募投项目已投产的2条生产线停工，相关生产人员调整至公司本部工作，募投项目已购置的生产设备暂时闲置，后续视市场情况决定重新生产时间，募投项目已投资资产存在减值风险。公司于 2023 年4月27日召开的第四届董事会第十三次会议审议通过了《关于可转换

² 周转效率指标数据取自年报，计算公式为：（1）应收账款周转天数=365/ {主营业务收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收票据余额）/2] }；（2）存货周转天数=365/ {主营业务成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2] }；（3）应付账款周转天数=365/ {(主营业务成本+期末存货余额-期初存货余额)/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付票据余额）/2] }；（4）净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数。

公司债券部分募投项目延期的议案》，基于该项目的实际实施情况，项目达到预定可使用状态日期由2023年8月延期至2025年8月，目前女鞋板块消费需求仍较为低迷，募投项目后续投资进度存在不确定性。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告、无法表示意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设1家子公司，因注销而减少4家合并子公司。2023年公司被出具无法表示意见的审计报告，主要基于如下原因：

（1）根据公司子公司深圳九颂宇帆投资中心（有限合伙）（以下简称“深圳九颂”）与自然人吴某某、深圳市快美妆科技有限公司（以下简称“快美妆科技”）实际控制人、深圳快美妆传播有限公司（以下简称“快美妆传播”）于2022年11月10日签订的协议，深圳九颂以4,000万元的价格受让吴某某拥有的快美妆科技8.8712%的股权，上述股权转让交易已于2023年3月22日完成了工商登记变更，2023年末公司将该项投资确认为以公允价值计量的其他非流动金融资产，账面价值为3,506万元，并于2023年确认公允价值变动损失494万元。

（2）审计机构在审计过程中发现，快美妆科技的另一股东于2023年10月将其持有的快美妆科技股权对外出让，其交易价格远低于公司从吴某某受让的快美妆科技股权的价格。公司管理层认为此项股权交易价格并非公允，不能作为2023年末公司持有快美妆科技股权的公允价值的参考。公司管理层使用收益法对快美妆科技股权进行评估，并按照评估结果确认公允价值，但对于估值模型中未来5年的营业收入采用较高的增长率未提供具体依据及合理解释。

（3）审计机构注意到，吴某某拥有的快美妆科技8.8712%股权，是于2022年6月以1,320万元从公司关联方平潭尚见股权投资合伙企业³（普通合伙）（以下简称“平潭尚见”）手中购得，因此该笔股权转让交易属于关联交易，但该交易未获得公司董事会审议批准并作出公告。

（4）考虑到深圳九颂受让快美妆科技股权的价格与平潭尚见转让给吴某某的价格以及快美妆科技股权近期交易的价格存在重大差异，审计机构就快美妆科技股权转让交易的商业实质及商业理由向公司管理层进行了询问，截至审计报告出具日，公司管理层未就该交易的商业实质及商业理由提供合理解释，且管理层也未解释该关联交易事项未经董事会审批而被执行的原因。

（5）公司治理层要求管理层就关联方交易开展内部调查，管理层于2024年4月25日就2023年一定金

³ 股权交易时点平潭尚见为持有公司5%以上股份的股东。

额以上的收支流水是否还存在未经正确授权审批的关联交易的情况进行自查，并于2024年4月26日完成，但审计机构基于该调查的评估，包括但不限于调查团队独立性、工作范围及流程，无法确定调查的程序以及相关结论的合理性。

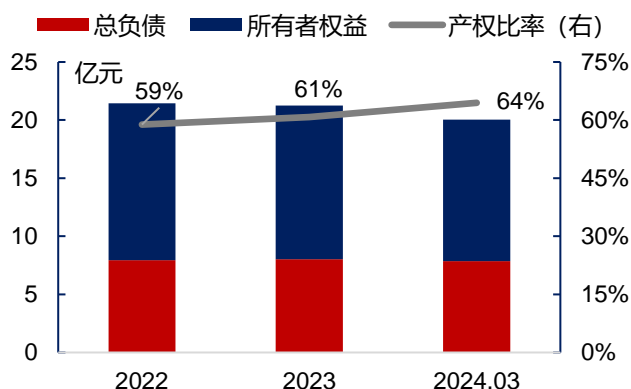
综上所述，审计机构无法就快美妆科技股权转让交易的商业实质及商业理由以及其他非流动金融资产于2023年末的公允价值评估的基础取得充分、适当的审计证据，也无法执行其他替代性程序以确定该项交易的商业实质及相关会计处理，关联交易披露的完整性和准确性，以及是否有必要对公司2023年财务报表和财务报表附注以及对应数据做出调整。

资本实力与资产质量

受持续亏损影响，公司所有者权益继续下降，资产构成以鞋类生产线、鞋品库存、应收货款为主，2023年库存管理有所改善但库存商品占总资产的比重仍较高，占用了较多营运资金，且在女鞋市场持续低迷的状况下，公司继续面临较大的库存减值风险，同时公司存在暂时闲置的资产，固定资产利用效率不高

由于利润连续亏损，截至2024年3月末，公司所有者权益下降至12.18亿元，其中未分配利润为-2.41亿元；同时公司负债规模波动下降，产权比率小幅上升，2024年3月末为64.46%。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从资产构成来看，公司资产中现金类资产、存货和固定资产占比较大。2023年公司继续强化库存管理，限制采购同时着力消化旧品，期末存货库存商品账面余额为3.08亿元，账面价值2.91亿元，同比分别减少0.37亿元、0.18亿元，库存管理有所改善，但考虑到女鞋市场持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，公司产品仍存在较大的销售压力，未来仍需关注公司库存商品周转及减值风险，2023年公司库存商品新增计提坏账准备0.24亿元，减去本期转回的部分，期末公司库存商品累计计提跌价准备0.17亿元，占库存商品账面余额的5.45%。公司固定资产为女鞋生产线、管理用房屋建筑物等，2023年末同比下降，主要系公司将闲置厂房对外出租，转为投资性房地产所致，公司投资性房地产规模增加，固定资产中尚

有闲置资产1.65亿元。公司仍保有较大规模的现金类资产，2023年末货币资金5.63亿元，其中1.08亿元定期存款及利息受限，为三个月以内到期或三个月以上到期但可随时支取的银行存款，除货币资金受限外，无其他受限资产；交易性金融资产0.65亿元，主要是购买的理财产品；其他流动资产中1.13亿元为大额存单。2024年3月末公司大额存单到期赎回，同时购买了其他理财产品，公司其他流动资产减少，同时交易性金融资产增加。

公司应收账款主要是应收商场及电商等客户货款，2023年末账面价值为1.07亿元，累计计提的坏账准备为0.16亿元；因商场和广告客户经营状况不佳，存在资金周转问题，2023年末共计0.30亿元款项已逾期。2023年末公司其他非流动金融资产为持有的快美妆科技8.8712%的股权，根据公司公告，子公司深圳九颂、快美妆科技和吴某某（以下简称“转让方”）等相关方已于2024年4月23日签署协议确认该交易自始无效对各方均没有法律约束力，转让方将向深圳九颂退还转让价款并尽快将快美妆科技股权结构恢复至交易前的状态，深圳九颂已于2024年4月24日收到转让方退还的全额交易价款。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.51	22.52%	5.63	26.52%	6.51	30.38%
交易性金融资产	1.91	9.52%	0.65	3.07%	0.08	0.38%
应收账款	1.09	5.44%	1.07	5.02%	1.23	5.72%
存货	3.07	15.33%	3.22	15.16%	3.40	15.88%
其他流动资产	0.15	0.75%	1.23	5.79%	0.11	0.51%
流动资产合计	11.00	54.90%	12.09	56.90%	11.89	55.47%
其他非流动金融资产	0.35	1.75%	0.35	1.65%	0.00	0.00%
投资性房地产	1.27	6.36%	1.24	5.84%	0.55	2.57%
固定资产	5.25	26.18%	5.35	25.20%	6.36	29.66%
非流动资产合计	9.04	45.10%	9.15	43.10%	9.55	44.53%
资产总计	20.04	100.00%	21.24	100.00%	21.44	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

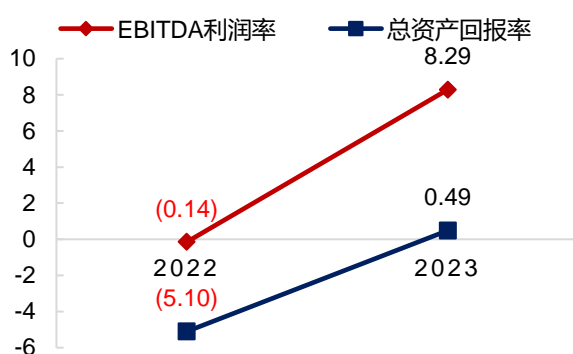
2023年公司鞋履业务收入和毛利率略有好转，同时期间费用率下降，虽然利润仍为亏损，但亏损额大幅下降；女鞋市场持续低迷，公司产品仍存在较大的销售压力，2024年一季度利润继续亏损

2023年公司营业收入略有增长，鞋品业务毛利率略有回升，同时毛利率较低的互联网数字营销业务收入占比下降，带动公司销售毛利率提升。费用方面，公司通过优化人员结构、缩减低效渠道投入、关停亏损业务单元等严控非必要费用开支，2023年公司销售费用、管理费用同比分别下降5.99%和17.64%，公司期间费用率同比下降6.70个百分点。但公司销售费用占比仍较高，2023年销售费用为5.95亿元，占营业收入的46.72%，销售费用中员工工资、商场及电商扣费占比较高。资产减值方面，由于对存货计提

减值，对公司利润形成了一定侵蚀，2023年资产减值损失金额为2,488.83万元，但计提的金额较2022年减少1,066.87万元。综上所述，2023年公司利润仍为亏损，但亏损额大幅下降，公司EBITDA利润率及总资产回报率由负转正。

从盈利趋势和波动性来看，女鞋市场持续低迷，中端品牌市场竞争压力较大，近年非运动类女鞋增速放缓，公司鞋履产品仍存在较大的销售压力，库存商品周转及减值风险犹存。2024年一季度，公司实现营业收入2.85亿元，同比下降11.24%；净利润-418.04万元，同比减亏。

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023年公司优化人员结构、严控费用支出等措施取得一定成效，经营现金流有所改善，目前公司财务杠杆仍较低，但本期债券转股进度较慢，公司股价持续低迷，存在较大的债券回售风险

公司债务由本期债券及少量租赁负债构成，无银行类借款，债务结构以长期为主；截至2024年3月末，本期债券余额仍有59,946.90万元，转股进度较慢，公司股价持续低迷，仍需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。根据回售条款，本期债券最后两个计息年度（2024年6月24日-2026年6月24日），若公司股票在任何连续30个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或者部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。根据公司2024年3月28日发布的公告，本期债券最新转股价格为12.29元/股，且转股价格在未来三个月（2024年3月28日-6月27日）内保持不变。截至2024年6月18日，公司股票收盘价为2.53元/股，远低于本期债券最新转股价格，本期债券面临回售风险。

其他经营性负债方面，公司应付账款主要为应付的材料采购款以及鞋品外协生产单位款项，规模较为稳定，其他应付款主要为应付合同保证金。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月	2023年	2022年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.94	11.99%	1.00	12.46%	0.92	11.63%
其他应付款	0.35	4.46%	0.43	5.38%	0.51	6.38%
一年内到期的非流动负债	0.14	1.78%	0.12	1.47%	0.17	2.20%
流动负债合计	2.13	27.15%	2.33	29.02%	2.35	29.64%
应付债券	5.62	71.55%	5.58	69.45%	5.40	67.97%
非流动负债合计	5.72	72.85%	5.70	70.98%	5.59	70.36%
负债合计	7.85	100.00%	8.03	100.00%	7.94	100.00%
总债务合计	5.80	73.85%	5.75	71.64%	5.71	71.84%
其中：短期债务	0.14	1.78%	0.12	1.47%	0.17	2.20%
长期债务	5.66	72.07%	5.64	70.18%	5.53	69.64%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

得益于毛利率水平提升，以及期间费用率的下降，2023年公司EBITDA和FFO回正，但公司现金生成能力仍较弱。现金流方面，公司互联网营销板块经营现金流出减少，同时采取了优化人员结构，严控费用支出等控费措施，2023年经营活动净现金流同比增长，2024年一季度继续保持净流入，但净流入规模同比略有下降。2023年公司购买理财产品的资金流出增加，投资活动产生的现金流出规模扩大。

从偿债指标来看，2024年3月末，公司资产负债率为39.20%，仍处于较低水平，公司净债务为负，EBITDA对利息支出的覆盖程度较好，整体来看，公司现金类资产基本可以覆盖债务，杠杆水平不高。

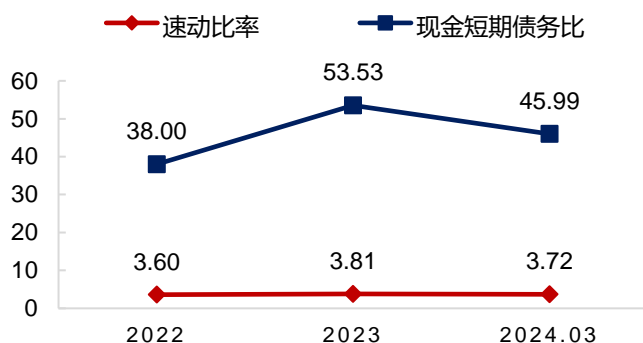
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	0.16	1.19	0.98
FFO（亿元）	--	0.02	-1.06
资产负债率	39.20%	37.80%	37.04%
净债务/EBITDA	--	-0.17	28.74
EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	-0.07
总债务/总资本	32.25%	30.34%	29.71%
FFO/净债务	--	-10.29%	200.90%
经营活动现金流净额/净债务	-28.44%	-653.08%	-185.14%
自由现金流/净债务	-13.97%	-516.67%	-5.88%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司财务杠杆较低，流动负债规模较小，公司速动比率表现尚可。现金短期债务比方面，公司主要为长期债务，但本期债券将于2026年6月24日到期，且存在回售风险。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司及子公司高管被出具警示函相关事项一定程度上反映出公司在财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施尚待完善

根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》文件及公开资料查询，公司本部、控股股东及实际控制人不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，不存在严重失信行为；公司及其高级管理人员最近 36 个月内未有因违法违规（包括工商税收、土地、环保、海关等方面）而受到行政、刑事处罚及其他处罚。过去一年，公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生，亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

2023 年 2 月，因财务核算不准确、未及时披露重大对外投资进展情况、2020 年年报相关信息披露不规范等原因，广东证监局对公司及高管李林、倪兼明、吴玉妮、杨璐、刘婉雯出具警示函；此外，子公司小子科技的三名相关责任人李怀壮、林丽仙、刘晶，因通过体外公司开展与小子科技相同的经营业务，违反了其在《关于避免同业竞争的承诺函》中作出的有关承诺，且未向上市公司报告并披露不能履行承诺的原因，也于 2023 年 2 月被广东证监局处以出具警示函的行政监管措施。

2024 年 4 月 29 日，审计机构出具了否定意见的《天创时尚股份有限公司 2023 年度内部控制审计报告》（普华永道中天特审字（2024）2125 号），认为公司存在如下重大缺陷：与关联交易相关的内部控制的设计与执行缺陷、公允价值评估相关的内部控制的执行缺陷以及企业层面控制的设计与执行缺陷。上述重大缺陷导致公司不能合理保证及时防止或发现影响公司正常经营的重大风险事件，可能导致对财务报表整体产生重大影响，相关的企业层面内部控制失效。由于审计机构对公司出具了无法表示意见的

2023 年审计报告和否定意见的 2023 年内部控制审计报告，根据《上海证券交易所股票上市规则》（2023 年 8 月修订）规定，自 2024 年 5 月 6 日起，公司股票同时被实施退市风险警示及其他风险警示，股票简称由“天创时尚”变更为“*ST 天创”。同时因上述事件，公司于 2024 年 4 月 29 日收到上海证券交易所监管问询函，2024 年 4 月 30 日收到广东证监局下发的《关于对天创时尚股份有限公司采取责令改正措施的决定》。上述事项显示出公司在财务核算、信息披露及子公司管理、关联交易识别等方面仍存在欠缺，公司治理相关制度及措施尚待完善。2024 年 5 月 14 日，公司发布公告称，决定聘请华兴会计师事务所（特殊普通合伙）作为第三方独立中介机构，对公司关联方交易及相关内部控制的有效性进行专项核查，全面识别和评估关联方交易可能存在的内部控制缺陷，公司将积极配合第三方中介机构具体落实与严格执行相关工作流程。2024 年 6 月 26 日，公司发布《天创时尚股份有限公司关于广东证监局对公司采取责令改正监管措施所涉问题的整改报告》。

2024 年 5 月 17 日，公司再次收到上海证券交易所监管问询函，要求公司就销售费用、存货、应收账款、往来款项、投资性房地产、交易性金融资产、货币资金以及现金流等具体科目有关问题在 10 个工作日内做补充答复，公司实际于 2024 年 6 月 11 日完成回复。

2023 年 4 月，公司监事李建芳因个人原因辞去监事职务，公司同时补选刘琴担任公司非职工代表监事。2024 年 5 月 20 日，经公司职工代表大会审议，选举高洁仪为公司第五届监事会职工代表监事。鉴于公司第四届董事会任期已届满，根据公司第四届董事会第二十三次会议决议，提名李林、吴静、何祚军、闵万里为公司第五届董事会非独立董事候选人，提名周婷、盛建明、王朝曦为公司第五届董事会独立董事候选人，公司非独立董事有 2 人发生变更，独立董事任期届满，全部变更。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 24 日），公司本部、重要子公司天津天创服饰有限公司、广州天创智造科技有限公司和广州天创新零售科技有限公司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。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2024 年 5 月 27 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

国内女鞋销售额持续下滑，2023 年鞋类上市公司业绩表现虽有一定改善，但仍是略微盈利或亏损。公司具有 20 余年的女鞋行业经验，旗下品牌仍具有一定的知名度，销售渠道网络布局完善，2023 年公司移动互联网数字营销业务收入继续缩减，现以时尚女鞋为主要业务，公司鞋履板块产能增长带来产品产销量以及营业收入的增长，同时鞋品业务毛利率略有增长。但同时下游消费需求仍偏弱，女鞋市场持续

低迷，中端品牌市场竞争压力较大，公司鞋履产品仍存在较大的销售压力，2023年以来公司线下门店数量继续减少，净利润仍未能扭亏，且公司库存商品占总资产的比重仍较高，占用了较多营运资金。2023年审计机构对公司出具了无法表示意见的审计报告和否定意见的内部控制审计报告，由此导致公司股票被实施退市风险警示，以及收到监管问询函和责令改正措施的决定，此前公司、子公司及相关高管亦因为信息披露不规范等原因收到警示函，反映出公司在财务核算、信息披露及子公司管理等方面仍存在欠缺。本期债券募投项目达产时间由2023年8月延期至2025年8月，同时为减少日常运营成本，2023年公司将募投项目已投产的2条生产线停工，相关生产人员调整至公司本部工作，募投项目已购置的生产设备暂时闲置，已投资资产存在减值风险。由于公司股价持续低迷，本期债券存在回售风险。

综上，中证鹏元下调公司主体信用等级为A-，调整评级展望为负面，下调本期债券信用等级为A-。

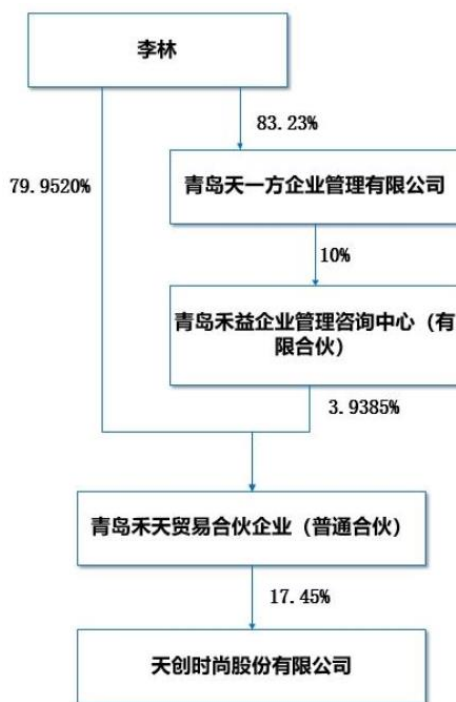
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.51	5.63	6.51	7.34
交易性金融资产	1.91	0.65	0.08	1.07
应收账款	1.09	1.07	1.23	1.93
存货	3.07	3.22	3.40	4.42
其他流动资产	0.15	1.23	0.11	0.32
流动资产合计	11.00	12.09	11.89	15.78
投资性房地产	1.27	1.24	0.55	0.47
固定资产	5.25	5.35	6.36	4.80
在建工程	0.00	0.00	0.06	2.08
非流动资产合计	9.04	9.15	9.55	9.85
资产总计	20.04	21.24	21.44	25.63
应付账款	0.94	1.00	0.92	1.37
其他应付款	0.35	0.43	0.51	0.87
一年内到期的非流动负债	0.14	0.12	0.17	0.22
流动负债合计	2.13	2.33	2.35	4.45
应付债券	5.62	5.58	5.40	5.19
非流动负债合计	5.72	5.70	5.59	5.45
负债合计	7.85	8.03	7.94	9.90
总债务合计	5.80	5.75	5.71	6.69
其中：短期债务	0.14	0.12	0.17	1.31
所有者权益	12.18	13.21	13.50	15.73
营业收入	2.85	12.74	12.73	19.25
营业利润	-0.04	-0.16	-1.41	-0.56
净利润	-0.04	-0.28	-1.79	-0.63
经营活动产生的现金流量净额	0.16	1.19	0.98	-0.48
投资活动产生的现金流量净额	-1.44	-1.81	-1.21	4.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.99	-0.20	-0.85	-1.37
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.06	-0.02	1.38
FFO（亿元）	--	0.02	-1.06	-0.56
净债务（亿元）	-0.55	-0.18	-0.53	-1.20
销售毛利率	61.29%	62.09%	58.37%	56.42%
EBITDA 利润率	--	8.29%	-0.14%	7.17%
总资产回报率	--	0.49%	-5.10%	-1.81%
资产负债率	39.20%	37.80%	37.04%	38.63%
净债务/EBITDA	--	-0.17	28.74	-0.87

EBITDA 利息保障倍数	--	4.13	-0.07	5.86
总债务/总资本	32.25%	30.34%	29.71%	29.83%
FFO/净债务	--	-10.29%	200.90%	46.28%
经营活动现金流净额/净债务	-28.44%	-653.08%	-185.14%	40.16%
自由现金流/净债务	-13.97%	-516.67%	-5.88%	182.69%
速动比率	3.72	3.81	3.60	2.55
现金短期债务比	45.99	53.53	38.00	6.46

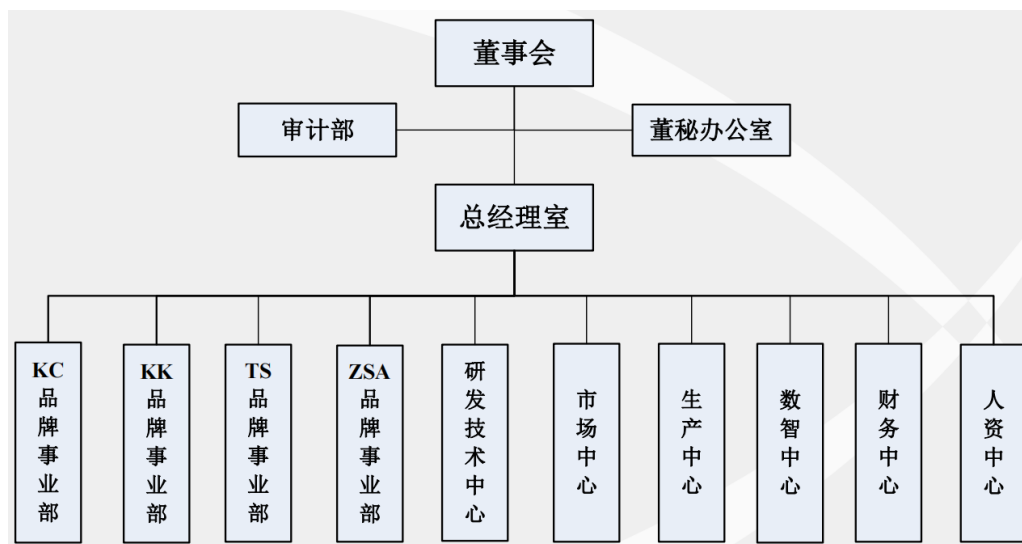
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质	主要经营地
北京天骏行信息技术有限公司	100.00%	技术服务	北京
广州天创新零售科技有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	广州
珠海天创时尚设计有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	珠海
天津世捷物流有限公司	100.00%	仓储、物流服务	天津
天津天创服饰有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	天津
天津天资互联网科技有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	天津
天津意奇科技有限公司	100.00%	销售服饰及箱包	天津
西藏美创实业有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	西藏
广州接吻猫科技有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	广州
广州天创智造科技有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	广州
广州高创鞋业有限公司	100.00%	实际业务主要为出租土地厂房和设备予本公司及子公司	广州
广州天创服饰有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	广州
帕翠亚(北京)服饰有限公司	75.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	北京
莎莎素国际有限公司	100.00%	投资	香港
北京小子科技有限公司	100.00%	移动互联网营销	北京
天津大筱姐服饰设计有限公司	65.00%	鞋服、箱包批发及零售	天津
帕翠亚(天津)服饰有限公司	75.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	天津
天津蕴意汇奇商贸有限公司	100.00%	销售服饰及箱包	天津
广州型录智能科技有限公司	100.00%	销售男、女鞋类及皮革制品	广州
北京意奇商贸有限公司	100.00%	销售服饰及箱包	北京
天津同行皮具护理有限公司	100.00%	鞋和皮革修理	天津
上海云趣科技有限公司	100.00%	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	上海
上海云桃网络科技有限公司	100.00%	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	上海
图木舒克锐行网络科技有限公司	100.00%	技术开发、技术咨询、技术转让、设计服务	新疆
深圳九颂宇帆投资中心(有限合伙)	99.99%	投资	深圳
意奇移动科技有限公司	100.00%	移动互联网营销	香港

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) /[(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。