

# 2020 年天创时尚股份有限公司公 开发行可转换公司债券 2025 年跟 踪评级报告

---

中鹏信评【2025】跟踪第【123】号 01



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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

# 2020年天创时尚股份有限公司公开发行可转换公司债券2025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	负面
天创转债	A-	A-

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：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）具有 20 余年的女鞋行业经验，主要自有品牌仍具有一定知名度，在中端女鞋市场有一定竞争力，2024 年运动类鞋品销售占比提升；同时中证鹏元也关注到，本期债券募投项目已结项，但收益远未达到预期，受行业整体市场需求下降影响，公司业务规模呈现缩减趋势，2024 年公司营业收入下降，净利润亏损扩大，现金生成能力减弱，后续经营仍承压，公司库存商品占总资产的比重较高，仍面临较大的销售压力及减值风险等风险因素。

## 评级日期

2025 年 06 月 12 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	16.34	16.42	21.24	21.44
归母所有者权益	10.41	10.43	12.97	13.40
总债务	3.66	3.57	5.75	5.71
营业收入	2.57	10.99	12.74	12.73
净利润	-0.01	-0.91	-0.28	-1.79
经营活动现金流净额	0.32	0.47	1.19	0.98
净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.17	28.74
EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	4.13	-0.07
总债务/总资本	25.61%	25.07%	30.34%	29.71%
FFO/净债务	--	285.92%	-10.29%	200.90%
EBITDA 利润率	--	3.90%	8.29%	-0.14%
总资产回报率	--	-3.15%	0.49%	-5.10%
速动比率	1.86	1.68	3.81	3.60
现金短期债务比	3.90	3.85	53.53	38.00
销售毛利率	64.95%	62.24%	62.09%	58.37%
资产负债率	34.86%	35.09%	37.80%	37.04%

注：公司 2023-2024 年净债务/EBITDA，2023 年 FFO/净债务为负数，系净债务为负数所致。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

**项目负责人：** 宋晨阳  
 songcy@cspengyuan.com

**项目组成员：** 郑丽芬  
 zhenglf@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：** 0755-82872897

## 正面

- **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，2024年运动类鞋品销售占比提升。**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，截至2025年3月末线下门店数量944家。此外，2024年以来公司加大了对运动类鞋品的拓展，运动类鞋品销售占比从2023年的5.9%提升至2024年的16%，鞋品品类有所拓展。

## 关注

- **募投项目已结项，但收益远未达到预期。**2024年公司调减本期债券募投项目投资规模并结项，目前募投项目已建成的主体建筑物主要作为物流仓库使用，部分对外出租，但租金收入有限，已铺设完成的2条生产线关停，已购置的生产设备部分转回公司本部使用，部分为闲置状态，募投项目整体收益与预期差异较大。
- **公司业务规模呈现缩减趋势，2024年营业收入下降，净利润亏损扩大，现金生成能力减弱，且后续经营仍承压。**受行业整体市场需求下降影响，2024年公司鞋品产量和销量同比下降较多，营业收入同比下降13.74%，虽然公司销售毛利率保持稳定，继续加强费用管控与业务流程优化，但销售及管理费用降幅不及营业收入降幅，叠加公司对固定资产及投资性房地产新增计提减值，公司利润亏损扩大，净利润为-0.91亿元，FFO为-0.68亿元，公司费用管控能力有待加强。此外，2024年公司线下门店关闭数量同比增加，同时在职员工人数下降。公司所处的鞋履行业作为可选消费品韧性较弱，公司后续经营仍承压。
- **公司库存商品占总资产的比重较高，鞋履产品仍存在较大的销售压力及减值风险。**公司库存商品账面价值占总资产的比重仍较高，2024年为14.63%，占用了较多营运资金，国内女鞋市场竞争激烈，行业销售压力加大，公司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。

## 未来展望

- 中证鹏元维持公司负面的信用评级展望。我们认为服装鞋履作为可选消费品韧性较弱，近年受到较大冲击，且鞋履作为充分竞争行业，市场竞争激烈，短期内行业利润仍将持续承压，公司仍存在较大的经营风险。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	奥康国际	红蜻蜓	哈森股份	公司
总资产	35.36	39.58	17.80	16.42
营业收入	25.39	21.42	8.21	10.99
净利润	-2.18	-0.77	-0.87	-0.91
销售毛利率	41.87%	39.07%	51.08%	62.24%
资产负债率	24.99%	24.67%	53.47%	35.09%

注：（1）以上各指标均为2024年数据。

资料来源：WIND，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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	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	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>a-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好

### 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	0.67	2025-02-26	2026-06-24

## 一、 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。根据公司于2024年11月23日发布的公告《关于部分募投项目调整投资规模、结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，由于市场消费需求变化，拟调减本期债券募投项目投资规模并结项，同时将节余募集资金2,776.55万元及期后产生的利息永久补充流动资金，后续用于公司的日常生产经营。募投项目原计划总投资金额为92,912.97万元，其中拟使用募集资金金额为51,038.51万元，铺设8条生产线，截至2024年11月18日，项目主体建筑工程陆续完工并投入使用，但是产线铺设尚未全部完成，拟调整为铺设2条生产线，调整后项目总投资规模为49,414.70万元。据了解，募投项目已建成的主体建筑物主要作为物流仓库使用，部分对外出租，但租金收入有限，已铺设完成的2条生产线关停，已购置的生产设备部分转回公司本部使用，部分为闲置状态，募投项目整体收益与预期差异较大。

截至2024年末，本期债券募投项目已结项，节余募集资金、累计产生的利息收入及银行理财收益已转出至公司一般账户，用于永久补充流动资金，对应募集资金专户已注销。

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。本期债券于2024年8月触发回售条款，回售金额（含当期应计利息、含税）5.34亿元，公司按期兑付；于2024年12月触发附加回售条款，申报的回售金额（含当期应计利息、含税）为0.00元。根据公司2025年4月2日发布的公告，本期债券最新转股价格为12.29元/股，尚未转股金额为6,660.70万元；截至2025年5月16日，公司股票收盘价为4.65元/股，远低于本期债券最新转股价格，本期债券仍面临回售可能性。

## 二、 发行主体概况

2024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2025年3月末，公司总股本为41,971.54万股，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2025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，2024年公司新设立2家子公司，因注销减少4家子公司，截至2024年末纳入公司合并范围的子公司共23家。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

## 2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

### 行业环境

#### 国内女鞋市场竞争激烈，近年女鞋销售额持续下滑，但降幅有所收窄，行业库存管理压力大，2024年主要鞋类上市公司营业收入整体降幅较大，利润亏损呈现扩大趋势

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，近年呈现两个主要特点：一是功能性需求提升，时尚性与舒适性是鞋企品牌竞争的核心要素，消费者对品牌形象、款式用料、穿着舒适度和服务品质的关注度较高；二是随着居民健康和个性化意识的提升，近年运动类鞋品的需求量提升，非运动类鞋品增速放缓，且逐渐呈现休闲化趋势。

鞋履行业下游直接面向终端消费者，销售渠道包括线下零售和电子商务，近年电商平台的快速发展极大地推动了鞋类产品的销售，淘宝、抖音、小红书等线上平台以其便捷性和多样性成为女鞋销售的重要渠道，线上渠道不仅打破了地域限制，使品牌能够覆盖更广泛的消费群体，还通过大数据分析和精准营销提高了转化率，与此同时，线下实体店在试穿体验、专业服务和即时满足方面仍具有不可替代的优

势，特别是在高端女鞋市场，消费者往往希望在购买前亲自试穿体验，线下实体店也在积极进行数字化转型，应用AR试穿、虚拟搭配等技术，通过线上线下融合的方式提升消费者购物体验。

鞋服行业属于充分竞争行业，主要参与者是国内拥有众多门店的品牌鞋类企业，尤其是国内女鞋市场竞争激烈，国际品牌和本土品牌争相角逐，头部品牌凭借其深厚的品牌底蕴、广泛的渠道布局、高品质的产品以及时尚的设计，在中国女鞋市场上占据了重要的地位，中端品牌则更加注重在细分市场中的精准定位，其面临的竞争压力较大，而在经济增长放缓和消费回归理性的背景下，消费需求也更加注重性价比与质价比，既追求产品的高品质同时对价格保持着高度的敏感，鞋服行业面临存量竞争和消费需求分化的双重压力。2024年国内社会消费品零售总额同比增长3.5%，其中限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品的零售额同比增长0.3%，增速整体低于社零增速，且较2023年全年放缓12.6个百分点。就女鞋而言，国内女鞋销售额自2021年以后持续下降，但降幅有所收窄，2024年女鞋销售额为263.67亿元，同比下降1.27%。

图 1 近年国内女鞋销售额持续下滑，但降幅有所收窄



资料来源：Wind，中证鹏元整理

服装鞋履作为可选消费品韧性较弱，近年受到较大冲击，行业销售压力加大，短期内行业利润持续承压。2024年A股上市公司中的鞋类公司存货占总资产的比重整体较高，库存管理压力大，同时行业营业收入整体降幅较大，利润亏损呈现扩大趋势。

表1 2024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	存货占总资产比重	期间费用率
603001.SH	奥康国际	-17.74%	-2.18	-0.94	19.04%	49.04%
603116.SH	红蜻蜓	-13.25%	-0.77	0.72	13.14%	37.67%
603958.SH	天创时尚	-13.74%	-0.91	-0.28	16.03%	65.32%
603608.SH	哈森股份	1.12%	-0.87	0.02	22.70%	53.66%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、 经营与竞争

2024年以来公司聚焦时尚女鞋主业，旗下拥有自有品牌KISSCAT、ZSAZSAZSU、TIGRISSO和KISSKITTY，并代理西班牙品牌Patricia，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。目前公司收入来源基本均来自鞋品，2024年公司主营业务收入为10.88亿元，同比下降13.31%；毛利率相对稳定，系公司持续加强成本管理，优化业务流程，调整及关闭低效店铺和低效渠道所致。

**表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
鞋、包及其他	10.88	99.99%	62.57%	12.55	99.06%	62.66%
互联网数字营销	0.001	0.01%	22.75%	0.12	0.94%	16.05%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>10.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>62.57%</b>	<b>12.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>62.23%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年度报告，中证鹏元整理

公司仍以时尚女鞋为主要业务，2024年以来加大了对运动类鞋品的拓展，严控新品采购，并着力加快旧品消化速度，期末库存余额有所下降，且库龄结构继续改善，但受行业整体市场需求下降影响，公司鞋品销量下降，主要自有品牌销售额均有不同程度下降，业务规模呈现缩减趋势，线下门店关闭数量同比增加，在职员工人数下降

➤ **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，以线下直营店为主，2024年线下销售占比为 70.79%，2024 年各渠道销售占比及毛利率整体较为稳定。

**表3 公司门店及电商销售情况（单位：亿元）**

项目	2024年		2023年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
直营店	6.81	67.03%	8.15	68.17%
加盟店	0.90	46.77%	1.09	43.48%
电商渠道	3.18	57.49%	3.32	55.43%
<b>合计</b>	<b>10.88</b>	<b>62.57%</b>	<b>12.55</b>	<b>62.66%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

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，2024年关闭店铺224家，较2023年增加较多。截至2025年3月末，公司门店数量为944家，较2023年末减少207家。此外，2024年公司在职员工人数为3,422人，较2023年末减少448人，主要减少的系生产和销售人员。

**表4 公司门店情况统计（单位：家）**

品牌	类型	2025年 1-3月			2024年			2023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	302	3	21	320	19	74	375	16	48
	加盟店	195	2	12	205	6	33	232	15	51
ZSAZSAZSU	直营店	102	1	1	102	19	14	97	7	6

	加盟店	11	0	0	11	0	0	11	0	0
TIGRISSO	直营店	191	3	17	205	14	24	215	5	21
	加盟店	72	0	1	73	6	16	83	9	12
KISSKITTY	直营店	15	0	11	26	0	26	52	8	19
	加盟店	3	0	0	3	6	35	32	0	2
Patricia	直营店	32	0	2	34	3	1	32	2	4
	加盟店	21	0	1	22	1	1	22	0	0
	<b>直营店合计</b>	<b>642</b>	<b>7</b>	<b>52</b>	<b>687</b>	<b>55</b>	<b>139</b>	<b>771</b>	<b>38</b>	<b>98</b>
	<b>加盟店合计</b>	<b>302</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>314</b>	<b>19</b>	<b>85</b>	<b>380</b>	<b>24</b>	<b>65</b>
	<b>合计</b>	<b>944</b>	<b>9</b>	<b>66</b>	<b>1,001</b>	<b>74</b>	<b>224</b>	<b>1,151</b>	<b>62</b>	<b>163</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，客户集中度不高，2024年前五大客户合计销售占比为20.67%，且主要客户相对稳定，唯品会（中国）有限公司仍为公司第一大客户。

从品牌销售来看，KISSCAT和TIGRISSO收入贡献相对较高，2024年销售金额分别为4.19亿元及3.51亿元。2024年主要自有品牌销售额均有不同程度下降，其中KISSCAT和KISSKITTY降幅较大，且以上两个品牌2024年关闭数量亦最多，但各品牌毛利率相对稳定。

从产品类型来看，为更好地顺应市场需求，公司加大了对运动类鞋品的拓展，运动类鞋品销售占比从2023年的5.9%提升至2024年的16%，运动类鞋品在各个品牌的销售占比均有不同程度的提升。

**表5 公司各品牌产品收入及盈利情况（单位：亿元）**

项目	2024年		2023年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
KISSCAT	4.19	60.03%	4.83	62.06%
TIGRISSO	3.51	63.05%	3.77	61.60%
ZSAZSAZSU	2.13	64.89%	2.35	65.93%
KISSKITTY	0.48	56.86%	0.84	53.85%
Patricia	0.57	74.46%	0.77	71.42%
<b>合计</b>	<b>10.88</b>	<b>62.57%</b>	<b>12.55</b>	<b>62.66%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

### ➤ 生产、存货及周转效率

生产模式方面，公司生产基地位于广州市南沙区东涌镇，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，2024年自产比例约为73.70%，随着运动类鞋品的增长，外协生产比例同比略有增长。从产销匹配情况来看，受市场需求下降影响，同时为促进存量库存消化，2024年公司产量和销量均同比下降较多，产销率提升。

**表6 公司鞋品产销情况（单位：万双）**

项目	2024年	2023年
产量	204.69	260.12
销量	233.42	283.72
产销率	114.04%	109.07%

注：表中产量包括外协产量。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司2024年将全国四大区域物流仓整合成为全国物流一体化总仓，总仓地址为南区广州总部总仓，库存商品主要由直营及电商渠道的库存构成，2024年以来公司严控新品采购，并着力加快旧品消化速度，库存余额和库存商品累计计提跌价准备同比均有所下降。从库龄来看，1年以内的占比与去年同期基本一致，但两年以上库存商品结存大幅减少，库龄结构继续改善。但同时，公司库存商品账面价值占总资产的比重仍较高，2024年末为14.63%，仍需关注公司库存商品周转及减值风险。原材料方面，公司采取“战略+按需”采购模式，近年营业成本中，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，截至2024年末，公司存货中原材料占比较小。

**表7 公司鞋品库存情况**

项目	2024年	2023年
库存量（万双）	138.49	167.22
存货-库存商品期末余额（万元）	25,366.63	30,774.25
存货跌价准备-库存商品跌价准备余额（万元）	1,346.81	1,676.60

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

从周转效率指标来看，2024年公司主要周转效率指标同比变化不大，其中存货周转天数、应付账款周转天数略有增加，主要系销售下降以及延长货款支付周期所致。

**表8 公司周转效率指标情况（单位：天）**

项目	2024年	2023年	增减变动
存货周转天数 <sup>1</sup>	277	273	4
应收账款周转天数	38	39	-1
应付账款周转天数	85	80	5
净营业周期	230	232	-2

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

<sup>1</sup> 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。

## 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）审计并出具无法表示意见的2023年审计报告、经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。其中2023年审计报告非标意见涉及的相关事项的影响已经消除，并由华兴会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《关于天创时尚股份有限公司2023年度财务报表审计报告非标准审计意见所涉及事项影响已消除的专项说明的专项审核报告》。

公司资产以现金类资产、存货、应收账款、固定资产以及投资性房地产为主要构成，2024年以来库存管理继续改善，但库存商品占总资产的比重仍较高，占用了较多营运资金，在行业消费需求不足背景下，公司继续面临较大的库存减值风险；公司期间费用率高，新增的资产减值准备对当期利润形成拖累，公司利润亏损扩大，现金生成能力下降，对债务和利息的保障能力下降

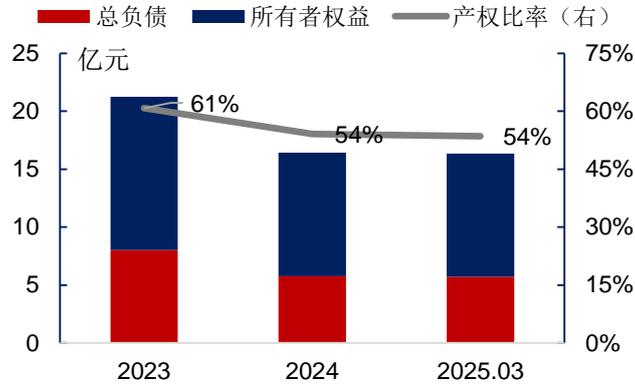
## 资本实力与资产质量

由于连续亏损，公司所有者权益持续减少，且本期债券部分回售，公司总负债下降，综合影响下，公司产权比率下降，所有者权益中未分配利润为-3.28亿元，未弥补亏损规模较大。

资产构成方面，以现金类资产、存货、应收账款、固定资产以及投资性房地产为主要构成。截至2024年末，公司现金类资产主要包括银行存款和交易性金融资产，合计规模下降主要系用于偿还本期债券回售金额所致。2024年公司继续加强库存管理，期末存货库存商品账面余额为2.54亿元，同比下降0.54亿元；库存商品累计计提跌价准备0.13亿元，占库存商品账面余额的5.31%，库存管理有所改善，但国内女鞋市场竞争激烈，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，仍需关注公司库存商品周转及减值风险。公司固定资产为女鞋生产线、管理用房屋建筑物等，近年公司陆续推进闲置房产的对外出租，使得投资性房地产增加，而固定资产下降，2024年公司房屋出租收入为851.34万元，但截至2024年末固定资产中尚有闲置房屋及建筑物1.47亿元，此外，2024年公司固定资产和投资性房地产分别新增减值金额447.21万元和1,063.96万元，对当期利润形成拖累。公司应收账款主要是应收商场及电商等客户货款，2024年末账面余额和累计计提的坏账准备同比均略有下降，其中按单项计提的坏账准备为0.10亿元。

截至2024年末，公司受限资产包括0.20亿元货币资金、2.13亿元投资性房地产、0.94亿元固定资产和少量受限的无形资产，合计3.31亿元，其中受限货币资金主要系购买结构性存款导致，其他资产受限系抵押取得借款导致。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

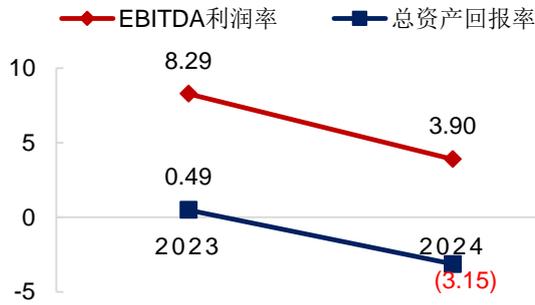
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	15.82%	1.82	11.08%	5.63	26.52%
交易性金融资产	1.71	10.45%	2.30	14.04%	0.65	3.07%
应收账款	0.95	5.81%	0.94	5.71%	1.07	5.02%
存货	2.41	14.73%	2.63	16.03%	3.22	15.16%
<b>流动资产合计</b>	<b>8.15</b>	<b>49.92%</b>	<b>8.02</b>	<b>48.88%</b>	<b>12.09</b>	<b>56.90%</b>
投资性房地产	2.00	12.26%	2.02	12.33%	1.24	5.84%
固定资产	4.06	24.84%	4.11	25.06%	5.35	25.20%
<b>非流动资产合计</b>	<b>8.18</b>	<b>50.08%</b>	<b>8.39</b>	<b>51.12%</b>	<b>9.15</b>	<b>43.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>16.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.24</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2024年公司营业收入同比下降13.74%，毛利率保持相对稳定，公司持续缩减对低效渠道、低效品牌的投入，加强费用管控与业务流程优化，但销售及管理费用降幅不及营业收入降幅，公司期间费用率为65.32%；其中销售费用为5.44亿元，占营业收入的49.53%，期间费用率及销售费用占比均有提升，销售费用中商场及电商扣费、员工工资占比较高，整体来看，公司费用管控能力有待提升。资产减值方面，基于谨慎性原则，公司聘请了资产评估机构对部分存在减值迹象的固定资产及投资性房地产进行评估，根据评估结果，2024年公司固定资产及投资性房地产新增减值损失0.14亿元，导致当年资产减值损失增至0.39亿元。上述原因综合导致2024年公司利润亏损扩大，净利润为-0.91亿元，公司EBITDA利润率及总资产回报率同比均大幅下降，其中总资产回报率转负。从盈利趋势和波动性来看，服装鞋履作为可选消费品韧性较弱，近年受到较大冲击，行业销售压力加大，短期内行业利润将持续承压。2025年一季度，公司实现营业收入2.57亿元，同比下降9.73%；净利润-117.75万元，同比减亏。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

2024年8月本期债券触发回售条款，回售金额为5.34亿元，为保证本期债券如期兑付以及维持必要的日常营运资金，公司向浦发银行、兴业银行分别借款1.00亿元、2.00亿元，以生产线设备出售后回租从粤科港航融资租赁有限公司融资1,600万元，上述融资均设有抵押增信，随后又陆续归还了部分借款，截至2025年3月末，公司总债务为3.66亿元，其中本期债券账面余额为0.64亿元。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，规模下降主要系强化采购控制所致；其他应付款主要为合同保证金以及本期新增的员工持股计划回购款和售后回租款等。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.00	17.58%	1.00	17.38%	0.00	0.00%
应付账款	0.62	10.93%	0.61	10.67%	1.00	12.46%
其他应付款	0.69	12.17%	0.75	13.04%	0.43	5.38%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.08</b>	<b>54.14%</b>	<b>3.21</b>	<b>55.80%</b>	<b>2.33</b>	<b>29.02%</b>
长期借款	1.88	33.01%	1.80	31.24%	0.00	0.00%
应付债券	0.64	11.30%	0.64	11.09%	5.58	69.45%
租赁负债	0.04	0.66%	0.05	0.93%	0.06	0.73%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.61</b>	<b>45.86%</b>	<b>2.55</b>	<b>44.20%</b>	<b>5.70</b>	<b>70.98%</b>
<b>负债合计</b>	<b>5.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.03</b>	<b>100.00%</b>
总债务	3.66	64.33%	3.57	61.89%	5.75	71.64%
其中：短期债务	1.10	30.09%	1.07	30.09%	0.12	2.05%
长期债务	2.56	69.91%	2.49	69.91%	5.64	97.95%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司毛利率相对稳定，营业收入同比下降以及期间费用率增加导致EBITDA同比减少较多，FFO转负，公司现金生成能力减弱。现金流方面，公司鞋履板块销售商品收到的现金减少，且减少规模

大于由于严控采购支出、人员结构优化以及严控费用支出而节约的现金支出，2024年经营活动净现金流同比大幅下降；公司投资活动现金流净额转正，主要系赎回理财以及收回对外股权投资款所致；公司筹资活动现金净流出规模较大，主要系归还本期债券和回购股票导致。2025年一季度公司经营活动净现金流入为3,172.54万元，同比增加较多，主要系继续严控成本费用支出所致。

从偿债指标来看，公司负债水平较低，净债务仍为负，EBITDA对利息支出的覆盖程度虽有下降，但仍表现较好。

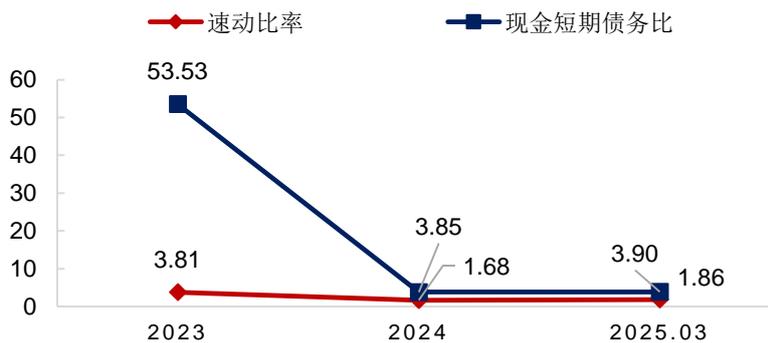
表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.32	0.47	1.19
FFO（亿元）	--	-0.68	0.02
资产负债率	34.86%	35.09%	37.80%
净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.17
EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	4.13
总债务/总资本	25.61%	25.07%	30.34%
FFO/净债务	--	285.92%	-10.29%
经营活动现金流净额/净债务	-56.74%	-199.39%	-653.08%
自由现金流/净债务	-48.08%	-81.76%	-516.67%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司新增借款偿还本期债券，其中部分为短期借款，导致短期债务增加，同时现金类资产减少，期末现金短期债务比大幅下降，速动比率亦随之下降。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### ESG 风险因素

中证鹏元认为，2024年公司因信息披露等问题被出具监管函和警示函，一定程度上反映了公司存

## 在公司治理不规范、内部控制不完善等问题

### 1、公司治理

由于普华永道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，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》。

因公司未及时披露 2022 年收到的与收益相关的政府补助，2024 年 10 月 30 日，公司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》和《关于对李林、倪兼明、杨璐采取监管谈话措施的决定》。因上述事项，2024 年 11 月 18 日，上海证券交易所对公司及时任董事长李林、时任总经理倪兼明和时任董事会秘书杨璐予以监管警示。2024 年公司因信息披露等问题被出具监管函和警示函，一定程度上反映了公司存在公司治理不规范、内部控制不完善等问题。

2024 年公司对上述事项及时进行整改并持续完善内部控制体系，鉴于公司 2023 年审计报告非标意见涉及的相关事项的影响已经消除，2024 年公司审计报告及内部控制的审计意见均为标准无保留意见，公司申请了撤销退市风险警示及其他风险警示，2025 年 5 月 6 日，公司股票简称由“\*ST 天创”变更为“天创时尚”。

### 2、人事变动

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。根据公司于同日召开的第四届董事会第二十三次会议及第四届监事会第十九次会议决议，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；提名夏芳、刘琴为公司第五届监事会非职工代表监事候选人。本次换届，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，监事无变更。

## 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，公司本部（查询日：2025 年 5 月 22 日）及重要子公司广州天创新零售科技有限公司（查询日：2025 年 5 月 29 日）、广州接吻猫科技有限公司（查询日：2025 年 5 月 22 日）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，无逾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（2025 年 5 月 29 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

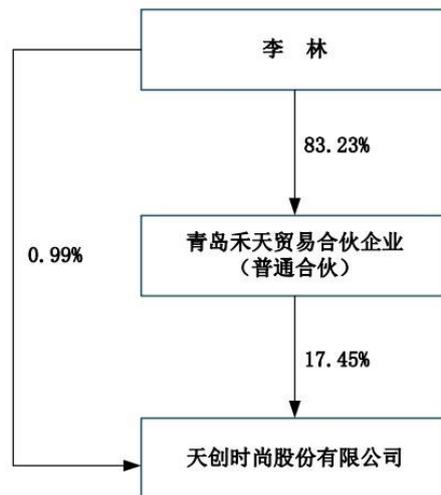
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.58	1.82	5.63	6.51
交易性金融资产	1.71	2.30	0.65	0.08
存货	2.41	2.63	3.22	3.40
流动资产合计	8.15	8.02	12.09	11.89
投资性房地产	2.00	2.02	1.24	0.55
固定资产	4.06	4.11	5.35	6.36
非流动资产合计	8.18	8.39	9.15	9.55
资产总计	16.34	16.42	21.24	21.44
短期借款	1.00	1.00	0.00	0.00
应付账款	0.62	0.61	1.00	0.92
其他应付款	0.69	0.75	0.43	0.51
一年内到期的非流动负债	0.10	0.07	0.12	0.17
流动负债合计	3.08	3.21	2.33	2.35
长期借款	1.88	1.80	0.00	0.00
应付债券	0.64	0.64	5.58	5.40
租赁负债	0.04	0.05	0.06	0.13
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.61	2.55	5.70	5.59
负债合计	5.69	5.76	8.03	7.94
总债务	3.66	3.57	5.75	5.71
其中：短期债务	1.10	1.07	0.12	0.17
长期债务	2.56	2.49	5.64	5.53
所有者权益	10.64	10.66	13.21	13.50
营业收入	2.57	10.99	12.74	12.73
营业利润	-0.01	-0.82	-0.16	-1.41
净利润	-0.01	-0.91	-0.28	-1.79
经营活动产生的现金流量净额	0.32	0.47	1.19	0.98
投资活动产生的现金流量净额	0.79	0.20	-1.81	-1.21
筹资活动产生的现金流量净额	0.02	-3.78	-0.20	-0.85
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	0.43	1.06	-0.02
FFO（亿元）	--	-0.68	0.02	-1.06
净债务（亿元）	-0.56	-0.24	-0.18	-0.53
销售毛利率	64.95%	62.24%	62.09%	58.37%
EBITDA 利润率	--	3.90%	8.29%	-0.14%
总资产回报率	--	-3.15%	0.49%	-5.10%
资产负债率	34.86%	35.09%	37.80%	37.04%

净债务/EBITDA	--	-0.55	-0.17	28.74
EBITDA 利息保障倍数	--	1.88	4.13	-0.07
总债务/总资本	25.61%	25.07%	30.34%	29.71%
FFO/净债务	--	285.92%	-10.29%	200.90%
经营活动现金流净额/净债务	-56.74%	-199.39%	-653.08%	-185.14%
速动比率	1.86	1.68	3.81	3.60
现金短期债务比	3.90	3.85	53.53	38.00

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广州天创新零售科技有限公司	3,600 万元	100%	销售鞋类及皮革制品
广州接吻猫科技有限公司	1,000 万元	100%	销售鞋类及皮革制品
天津天创服饰有限公司	1,000 万元	100%	销售鞋类及皮革制品
帕翠亚（天津）服饰有限公司	240 万欧元	75%	销售鞋类及皮革制品

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录四 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+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

## 附录五 信用等级符号及定义

### 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。

### 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。

### 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。

### 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号