



2020年起步股份有限公司可转换公司债券 2024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，但不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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年起步股份有限公司可转换公司债券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	B-	B-
评级展望	负面	负面
起步转债	B-	B-

评级观点

该评级结果主要是考虑到：起步股份有限公司（以下简称“公司”或“起步股份”，股票代码“603557.SH”）近年因关联方资金占用、内部控制重大缺陷、财务造假被处罚事项而陷入流动性困难及经营困局，2023年继续被出具保留意见的审计报告，且面临与持续经营相关的重大不确定性，尚牵涉较多未决诉讼及仲裁，虽吴兴区属国资企业为公司提供了一定的流动性支持，但公司始终未能实现经营的改善，自身造血能力几乎丧失，2023年公司线下门店数量继续减少，营业收入继续下降，净利润继续大幅亏损，对经销商的应收账款规模仍较大，面临较大信用减值风险，截至2024年3月末，公司部分债务仍处于逾期状态，负有到期偿还义务的未转股可转债尚有较大规模，预计未来营运资金缺口、偿债压力均极大；另公司在社会责任和公司治理方面也存在一些负面因素，对公司经营和信用水平产生负面影响。

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：马琳丽
mall@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）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	9.40	9.51	15.71	22.20
归母所有者权益	0.58	0.61	6.27	11.17
总债务	--	4.90	5.96	8.17
营业收入	0.71	2.68	3.51	10.50
净利润	-0.04	-6.58	-4.83	-2.05
经营活动现金流净额	0.02	-0.31	-0.11	-6.04
净债务/EBITDA	--	-14.28	-24.91	4.73
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.62	-0.38	3.12
总债务/总资本	--	89.25%	48.74%	42.20%
FFO/净债务	--	-20.80%	-20.89%	5.61%
EBITDA 利润率	--	-8.85%	-4.96%	11.71%
总资产回报率	--	-39.63%	-26.21%	-6.60%
速动比率	0.75	0.80	1.34	1.71
现金短期债务比	--	0.46	0.48	0.48
销售毛利率	40.19%	37.51%	33.66%	30.84%
资产负债率	94.12%	93.80%	60.12%	49.63%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务为负数，系EBITDA、FFO为负数所致。
资料来源：公司更正后的2021-2022年财务数据、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

- **公司获得了吴兴区属国资企业一定力度的流动性支持。**2023 年以来，湖州市吴兴区国有资本监督管理服务中心通过下属新业商业保理有限公司（以下简称“新业保理”）给予公司短期借款支持，并通过其实际控制的湖州吴兴盈创贸易有限公司、湖州湖融供应链科技有限公司及湖州吴晟供应链管理有限公司三家供应商为公司提供采购供应链金融相关服务，为公司提供了一定的流动性支持。

关注

- **继续被出具保留意见的审计报告及面临与持续经营相关的重大不确定性。**因应收账款信用减值事项，公司被北京亚泰国际会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北京亚泰所”）出具保留意见的 2023 年度审计报告；此外，在审计意见中，北京亚泰所强调存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性，具体系公司 2023 年度当期归属于母公司所有者的净亏损 65,584.24 万元，截止 2023 年 12 月 31 日，归属于母公司股东权益 6,129.31 万元，资产负债率 93.80%，流动负债中非金融机构借款 34,709.91 万元，部分债务处于逾期状态。因公司最近连续三个会计年度扣除非经常性损益前后的净利润均为负值及持续经营能力存在重大不确定性的审计报告事项，公司股票于 2024 年 4 月 29 日起被叠加实施其他风险警示。
- **部分债务处于逾期状态，存在极大流动性压力及偿债压力。**公司存量债务仍有一定规模，截至 2024 年 3 月末，账面短期借款 3.47 亿元，其中 1.70 亿元本金处于逾期状态，2023 年公司 FFO、EBITDA 均为负数，同时仍存在货币资金被冻结事项，营运资金缺口较大；截至 2024 年 3 月末，公司合并报表未分配利润为-13.75 亿元，实收股本为 5.39 亿元，未弥补亏损金额远超过实收股本总额；同期末，公司净资产仅有 0.55 亿元，规模较小，资产负债率高达 94.12%；截至 2024 年 5 月末，尚未转股的“起步转债”仍有 1.50 亿元，公司亦负有到期偿还义务，总体来看，公司流动性压力及偿债压力极大。
- **面临较大资产减值风险。**2023 年公司继续采取关闭亏损门店的策略，当期线下门店数量持续减少，业绩表现很弱，仅实现营业收入 2.68 亿元，同比继续下降 23.84%。截至 2023 年末，公司应收账款账面原值 5.85 亿元，期末坏账准备余额 2.90 亿元（其中按单项计提 1.01 亿元；按账龄组合计提 1.90 亿元），由于无法获得充足审计证据，北京亚泰所对此发表了保留意见，同时下游经销商仍然存在经营效益下滑、流动性困难等情况，整体存在较大的坏账风险；同期末，公司存货账面原值 2.35 亿元，扣除跌价准备 1.39 亿元，账面净值 0.97 亿元，虽然公司已对长库龄的产品计提了大额的减值，但整体来看，未来仍存在继续减值的风险。
- **面临较大或有负债风险。**2023 年公司因财务报告虚假记载等事项被罚款 5,700 万元，并已计入预计负债；公司 2023 年 6 月至 2024 年 4 月末披露的累计诉讼、仲裁金额为 7,431.16 万元，占公司最近一期经审计净资产的 121.24%，其中公司作为被告方的诉讼、仲裁金额为 3,685.16 万元，为商业纠纷、合同纠纷、劳动争议等，存在较大或有负债风险。
- **ESG 表现较差。**近年公司多次出现因产品质量不合格被处罚的情况，其中 2023 年 5 月被青田县市场监管局罚款 2 次、2023 年 12 月被罚款 1 次；2023 年公司高管人员仍频繁变动，对公司经营及业务稳定性造成了一定影响；2024 年 5 月公司因业绩预告不准确收到浙江证监局警示函，6 月时任高管及独立董事因公司财务造假收到上交所纪律处分决定；内部控制方面，因经销商管理过程中存在内部控制缺陷，被北京亚泰所出具带强调事项段的无保留意见内部控制审计报告，总体来看，公司 ESG 表现较差，需持续关注相关因素对公司经营和信用水平产生的负面影响。

未来展望

- 公司业绩继续大幅下滑，资产减值风险仍较大，预计短期内仍面临很大的经营压力及与持续经营相关的重大不确定性。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

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	1/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	1/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	3/7		流动性状况	1/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		1/9
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-
外部特殊支持					0
主体信用等级					B-

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 **b-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，公司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。

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	1.4973	2023-11-08	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。根据北京亚泰所出具的《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2023年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1.49亿元。2024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。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实控人未发生变化，股本因本期债券转股小幅增加，截至2024年3月末，公司股本为5.39亿元，湖州鸿煜企业管理合伙企业(有限合伙)持有公司26.70%股份，为公司控股股东，公司实控人为陈丽红女士，其持有公司股份均未质押。

2023年1月-2024年3月，本期债券累计转股数量44,600,095股，转股金额11,605.30万元。因公司股价自2024年3月30日至2024年4月23日期间，出现连续30个交易日中已有15个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%（即2.21元/股）的情形，触发了转股价格向下修正条件，公司于2024年5月9日召开了第三届董事会第二十九次会议，审议通过了《关于向下修正“起步转债”转股价格的议案》，同意将本期债券的转股价格由2.60元/股向下修正为1.75元/股，自5月9日下修转股价格以来，本期债券未新增转股，截至2024年6月13日，未转股余额1.50亿元。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
湖州鸿煜企业管理合伙企业(有限合伙)	143,843,689	26.70
香港起步国际集团有限公司	48,888,245	9.08
张晓双	23,598,033	4.38
樊继波	21,054,592	3.91
西藏润富空气处理工程技术有限公司	7,413,400	1.38
董安忠	4,992,900	0.93
王乐晓	4,383,700	0.81
黄飞	3,643,500	0.68

朱建平	3,400,000	0.63
翁建飞	2,630,286	0.49
合计	263,848,345	48.99

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年度公司纳入合并范围的子公司新增5家，业务性质均为商业。

表2 2023 年公司新增子公司情况

公司名称	注册地	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
浙江起步云起数字科技有限公司	浙江湖州	5,000	商业	100	设立
泉州古驿宁科技有限公司	福建泉州	600	商业	100	设立
福建墨时千新材料科技有限公司	福建泉州	1,000	商业	100	设立
泉州万鸟科技有限公司	福建泉州	700	商业	100	设立
青田明宇鞋服制造有限公司	浙江丽水	600	制造业	100	设立

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

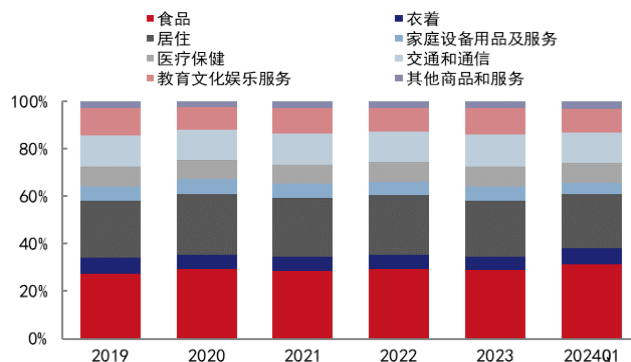
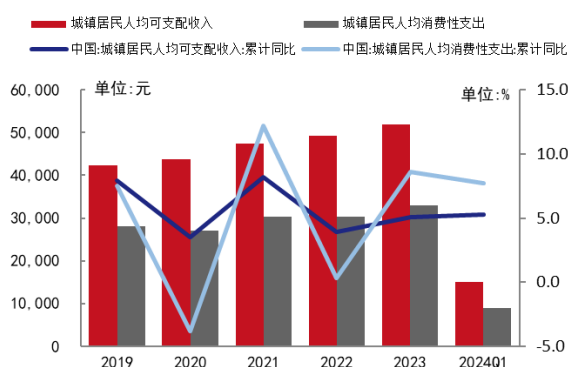
（一）纺织服装行业

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。

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

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。

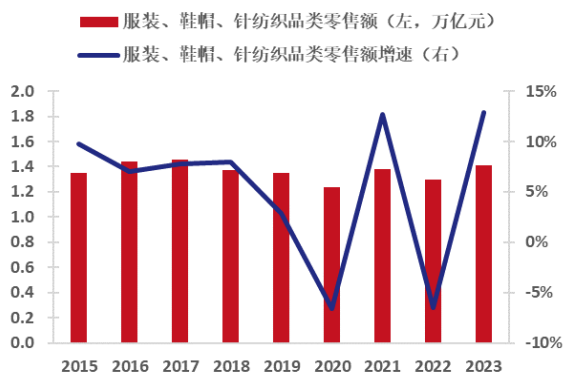
2023年纺织服装行业延续“弱需求”态势，海外需求收缩，出口压力明显加大，但在内需市场回暖的驱动下，服装企业效益降幅小幅收窄，行业景气度边际回升，中短期内预计行业呈现弱复苏态势

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。

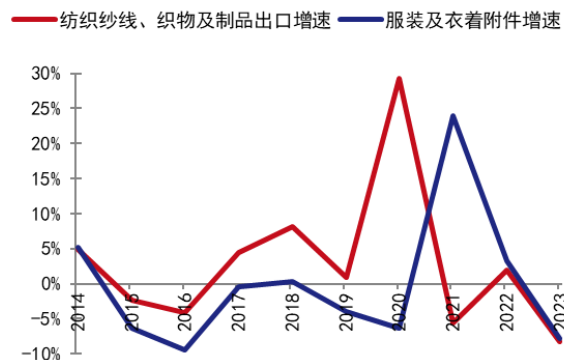
从国内市场看，随着国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，我国纺织服装内需呈现回暖趋势，2023年全年行业综合景气指数持续位于50以上。2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，增速较2022年大幅回升19.4个百分点，其中限额以上单位服装类商品零售额累计10,352.9亿元，同比增长15.4%，增速比2022年同期提升23.1个百分点。

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现，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


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

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。

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

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%。

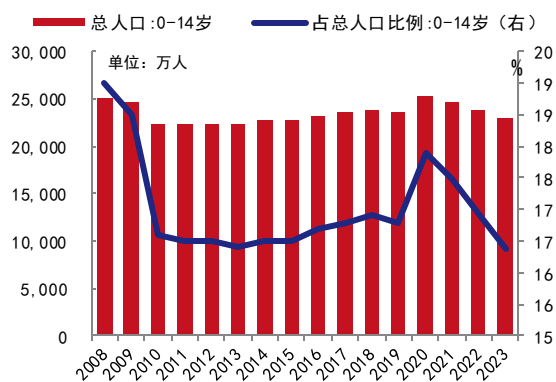
截至2024年2月末，纺织服装、服饰业产成品存货规模为876.3亿元，同比下降0.9%，库存规模整体处在相对低位，库存压力减轻使得终端折扣相对可控，进而有望带动服装企业经营质量回升。

（二）童装细分市场

2023年婴童服装及鞋类线上销售额表现趋弱，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小，从竞争格局来看，国内童装市场较为分散，小品牌众多，集中度较低，竞争较为充分

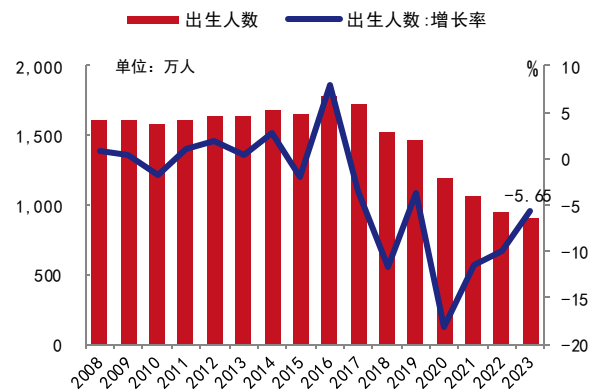
近年我国0-14岁人口数量小幅增长，在人口结构中占比略有提高，但新出生人数下滑较快。近年来国内0-14岁人口数量小幅增长，2020年末为近十年最大值2.53亿人，2023年末回落至2.31亿人，占总人口的比例下降至16.36%。出生人数方面，受“二胎政策”影响，2016年国内出生人数同比大幅增长，之后增长率便持续下降，2023年全年出生人数为902万人，较2016年的出生人口高峰下降接近50%，同比继续下降5.65%，预计未来一段时间，国内0-14岁人口数量或将继续回落。

图 7 近年国内 0-14 岁人口数量小幅增长



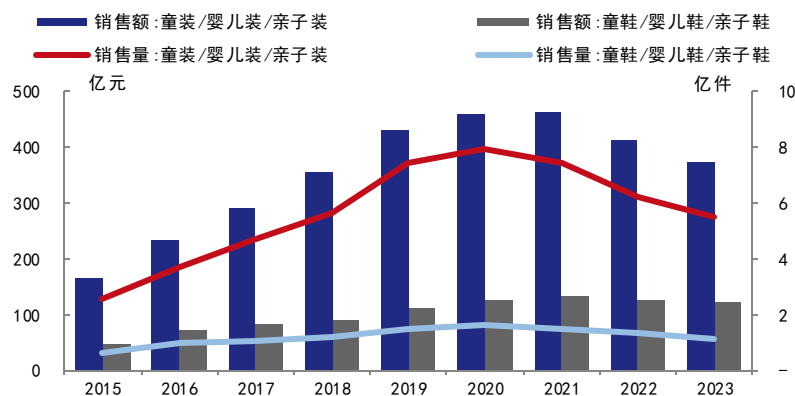
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 近年出生人口增长率下降较快



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年婴童服装及鞋类线上销售额表现仍较弱，考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小。从线上销售数据来看，2015年以来婴童服装及鞋类线上销售额均保持增长态势，但2021年起表现趋弱，其中2023年童鞋销售量1.15亿双，销售额122.38亿元，同比降幅分别为11.54%、3.77%；童装销售量5.51亿件，销售额373.20亿元，下降幅度分别为11.27%、9.54%；考虑到未来0-14岁人口数量或将继续回落，童装及童鞋行业市场增量空间或将逐步缩小。

图 9 2023 年婴童服装及鞋类产品线上销售额表现趋弱


资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前我国拥有童装企业逾万家，行业竞争者较多，市场较为分散，童装品牌集中度较低，国内（不含港澳台）童装品牌相比国外品牌占有相对优势。根据Euromonitor（欧睿国际）统计，2022年前十大童装品牌合计市占率为16.8%，其他品牌合计占比高达83.2%。目前，国内童装市场没有一家品牌市占率超过10%，行业分散，小品牌众多，高端以海外奢侈品牌为主，中高端以海外运动品牌、国内品牌为主，大众品牌为行业主流趋势。

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。2023年公司业绩表现仍很弱，仅实现营业收入2.68亿元，同比下降23.84%，销售毛利率方面，因2023年所销售的多为已计提跌价准备的原有库存产品，故鞋类及服装在后续销售结转过程中所计提的跌价准备冲减营业成本后，毛利率整体呈现小幅提高。

表3 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
鞋类	0.37	52.12%	37.27%	1.15	42.78%	37.98%	1.58	44.92%	33.36%
服装	0.31	43.16%	40.17%	1.31	49.11%	34.60%	1.75	49.78%	34.96%
儿童服饰配件	0.002	0.33%	13.32%	0.04	1.66%	34.86%	0.08	2.18%	8.55%
其他业务	0.03	4.39%	77.18%	0.17	6.44%	57.29%	0.11	3.12%	34.70%
合计	0.71	100.00%	40.19%	2.68	100%	37.51%	3.51	100.00%	33.66%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司经营陷入困境，虽具有一定的研发能力和专利技术，但近年公司研发人员数量、总员工数量持续大幅下滑，且受困于市场规模持续萎缩，研发设计能力无法有效转化为产值并带来直接经济效益，公司虽在童鞋、童装市场仍有一定的市场份额，但考虑到2023年其营业收入继续下降，门店数

量继续减少，未来市场份额可能会被继续蚕食

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，设立了专门部门负责产品的企划、研究开发及设计工作，有一定设计能力，在童鞋透气、减震、安全等方面有一定的专利技术。但自2021年开始公司陷入经营困境，虽然保持了一定规模的研发支出，但研发人员数量、总员工数量均持续大幅下滑，受困于市场规模持续萎缩，研发设计能力无法有效转化为产值并带来直接经济效益。

表4 公司研发支出及研发人员情况（单位：万元）

项目	2023	2022
研发支出合计	2,018.45	1,888.94
研发支出总额占营业收入比例（%）	7.54	5.37
公司员工总数	230	453
其中：研发人员数量	93	112
研发人员数量占比（%）	40.43	24.72

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

截至2023年末，公司一级经销商仍为15家，与上年持平。从门店数量来看，2023年受市场环境影响，经销商继续采取关闭亏损门店的策略，公司经销门店数量继续大幅减少，2023年当期新增115家，关闭303家，净减少188家，截至2023年末，经销门店总数下降至1,115家，未来经销渠道的门店数量或将继续减少。直营店方面，情形同样不容乐观，2023年新增1家，关闭2家，截至年末直营门店为6家，当期净减少1家。2024年一季度，公司线下门店延续了净减少的趋势，新增经销门店15家，关闭22家，净减少7家；此外，直营门店关闭1家。

表5 公司门店数量情况（单位：家）

品牌	门店类型	2022 年末数量	2023 年末数量	2023 年新开	2023 年关闭
ABCKIDS	经销	1,303	1,115	115	303
ABCKIDS	直营	7	6	1	2
合计	-	1,310	1,121	116	305

资料来源：公司 2023 年年度报告

品牌运营方面，公司曾实施多品牌策略，“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，但2023年末“EXR”品牌门店已全部关闭。“ABC KIDS”品牌仍为公司最主要的收入、利润来源。

表6 公司各品牌盈利情况（单位：亿元）

品牌	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
ABCKIDS	0.65	39.44%	2.34	36.02%	2.94	36.89%
其他	0.03	20.40%	0.17	38.04%	0.47	13.05%
合计	0.68	38.50%	2.50	36.15%	3.41	33.62%

注：其他中包含 OEM、物资收入等

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

销售模式方面，公司采用经销和直营、线上和线下相结合的销售模式。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加盟商开设的直营门店、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。2023年经销模式仍为公司主要的收入来源，占比在70%以上，但经销商经营效益及流动性状况仍未有改善，回款较慢。公司直营模式包括线下直营店和线上电商平台。线上渠道方面，2023年公司从自营模式转型为品牌授权业务和分销代运营业务，收入来源主要为品牌授权费用及库存的盘活变现，2023年仅实现了线上销售收入0.28亿元，同比亦大幅下降。

表7 公司主营业务收入按销售模式划分的情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销模式	0.47	69.12%	1.83	72.97%	2.53	74.19%
直营模式	0.21	30.88%	0.68	27.03%	0.88	25.81%
其中：线上销售	0.03	4.41%	0.28	11.28%	0.65	19.06%
合计	0.68	100.00%	2.50	100.00%	3.41	100.00%

资料来源：公司提供

公司在部分经销商管理过程中存在内部控制缺陷，因经销商客户经营不善、涉诉众多，部分款项账龄较长且回收困难，同时计提的大额减值亦持续侵蚀利润

客户方面，近年公司前五大客户主要是长期合作的经销商客户。其中对大客户杭州悦安商业运营管理有限公司（以下简称“杭州悦安”）的销售额及应收账款余额均较高，因该客户经营不善，公司已采取诉讼手段追回应收款项，截至2023年末，子公司诸暨起步供应链管理有限公司与杭州悦安的票据追索纠纷2,400万元，以及子公司浙江起步儿童用品有限公司与杭州悦安的经销合同纠纷6,775.62万元仍在进行中；此外，2023年对主要经销商客户成都市力晟商贸有限公司、苏州市乐铭贸易有限公司、陕西鼎臻儿童用品有限公司三家的应收款项，公司也分别单项计提坏账准备1,854.50万元、1,266.06万元及2,044.30万元；考虑到上述对经销商的应收账款规模仍处高位，回收风险较大，同时计提的减值准备持续增加，大幅侵蚀了公司的利润。

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
2023年	杭州悦安商业运营管理有限公司	2,861.59	11.43%
	成都市力晟商贸有限公司	2,190.02	8.74%
	苏州市乐铭贸易有限公司	2,049.06	8.18%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	1,581.66	6.32%

2022年	武汉丽兴源商贸有限公司	1,375.64	5.49%
	小计	10,057.97	40.16%
	杭州悦安商业运营管理有限公司	5,650.00	16.59%
	苏州市乐铭贸易有限公司	3,071.93	9.02%
	成都市力晟商贸有限公司	2,929.22	8.60%
	武汉丽兴源商贸有限公司	1,964.03	5.77%
	陕西鼎臻儿童用品有限公司	1,573.63	4.62%
	小计	15,188.81	44.60%

注：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。

资料来源：公司提供

表9 公司前五大客户应收账款及坏账风险情况（单位：万元）

单位名称	应收账款期末余额	占比 (%)	账龄	坏账准备期末余额	回款风险提示
杭州悦安商业运营管理有限公司	9,963.86	17.04	1年以内；1-2年	7,971.09	已对客户提起诉讼追款程序，无法回收风险较高
成都市力晟商贸有限公司	6,678.05	11.42	1年以内；1-2年；2-3年	1,854.50	回款周期延长，无法回收风险较高
苏州市乐铭贸易有限公司	5,448.77	9.32	1年以内；1-2年	1,266.06	回款周期延长，无法回收风险较高
陕西鼎臻儿童用品有限公司	5,154.53	8.81	1年以内；1-2年；2-3年	2,044.30	回款周期延长，无法回收风险较高
合肥市纵赢商贸有限公司	4,847.24	8.29	1年以内；1-2年；2-3年	2,776.24	回款周期延长，无法回收风险较高
合计	32,092.45	54.88	-	15,912.19	-

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

北京亚泰所对公司2023年内部控制审计报告继续出具了带强调事项段的无保留意见，强调事项为公司在部分经销商准入机制管理过程中，存在未严格按照其内部控制制度执行有关授权审批书面记录、背景审查、信用风险及效益评审等控制流程的情形，在部分经销商管理过程中存在内部控制缺陷，公司仍面临着较大的经销商管理相关的风险。

虽然公司已对长库龄的产品计提了大额的减值，但整体来看，公司主要产品库存量仍相对较高，未来仍存在较大的减值风险

2023年公司服装、运动鞋等产品生产量均显著下降；库存方面，鞋类及配件库存均下降，但服装库存量增加。截至2023年末，公司存货账面原值2.35亿元，扣除跌价准备1.39亿元，账面净值0.97亿元；当期退货政策方面，因公司仍制定了关于全国经销商优惠退货的政策，允许各地经销商将需要退回的商品退回公司仓库，2023年核定需退回收入金额为714.09万元，相应存货成本为550.73万元。

表10 2023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	销售量	销售量同比变化	库存量	库存量同比变化
服装	217.30	-46.71%	208.03	-39.08%	253.36	3.80%
鞋类	182.54	-36.52%	187.85	-47.14%	155.60	-3.30%

配件	66.09	-79.90%	197.25	-58.94%	326.10	-28.68%
合计	465.93	-54.51%	593.13	-49.62%	735.06	-14.75%

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

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，外协订单产品的质量风险无法完全消除，2023年公司继续出现产品质量不合格被处罚相关情况。供应商方面，2023年公司对前五大供应商采购金额合计为14,792.50万元，占当期采购金额比重为67.07%，集中度仍较高。其中湖州吴兴盈创贸易有限公司、湖州湖融供应链科技有限公司及湖州吴晟供应链管理有限公司三家供应商，实控人均均为湖州市吴兴区国有资本监督管理服务中心，三家供应商均为公司提供采购供应链金融相关服务。此外，原前五大供应商中的怀化永敏服装有限公司、青田县雅琪鞋服有限公司的主要经营者为原总经理周建永的远房亲属，因上述两家供应商均已经营困难或涉诉，2023年与其合作已全部停止。

表11 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
2023年	湖州吴兴盈创贸易有限公司	6,996.96	31.72%	否
	湖州吴晟供应链管理有限公司	3,520.92	15.96%	否
	雪朗卡（福建）服饰织造有限公司	2,063.43	9.36%	否
	温州苒诚鞋业有限公司	1,117.72	5.07%	否
	湖州湖融供应链科技有限公司	1,093.46	4.96%	否
	小计	14,792.50	67.07%	-
2022年	湖州吴兴盈创贸易有限公司	14,846.59	37.12%	否
	湖州湖融供应链科技有限公司	5,991.32	14.98%	否
	湖州吴晟供应链管理有限公司	2,082.14	5.21%	否
	青田县雅琪鞋服有限公司	1,937.88	4.84%	否
	怀化永敏服装有限公司	1,824.09	4.56%	否
	小计	26,682.02	66.71%	-

资料来源：公司提供

募投项目建设缓慢，且存在募集资金被法院强制执行划转的情形，仍需关注公司募集资金管理及使用的规范性

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，根据北京亚泰所出具的《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2023年末，上述项目仅投入募集资金1,855.34万元。

截至2023年12月31日，公司存在170.58万元的募集资金被法院强制执行划转的情形，主要系公司与福建省晋江市恒丰喷胶棉织造有限公司买卖合同纠纷一案(与募投项目实施无关的纠纷)，被晋江市人民

法院强制执行，并于2023年8月扣划公司部分募集资金170.58万元，被扣划的资金及相应的利息合计170.80万元已于2024年4月16日由公司自有资金账户转至募集资金专户。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司更正后的2022年财务数据、经北京亚泰所审计并出具保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告采用新会计准则编制。

1、公司继续被出具保留意见的审计报告

2023年度北京亚泰所形成保留意见的基础主要是应收账款信用减值事项：截至2023年12月31日，公司单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款12,078.27万元，坏账准备余额10,085.50万元；按账龄组合计提预期信用损失的应收账款46,401.26万元，坏账准备余额18,957.90万元；2023年度核销应收账款余额19,184.67万元。公司对上述应收款项根据各单位信用情况分别按照单项预估可回收性和13.75%（账龄1年及以内）、28.20%（账龄1至2年）、82.56%（账龄2至3年）、100.00%（3年以上）计提预期信用损失。公司未对单项应收债权计提信用减值事项提供充分、适当的依据，亦未提供预期信用损失计提比例的依据，北京亚泰所无法评估其计提信用减值的合理性和准确性，亦没有获得上述应收款项可回收的充分证据。

此外，公司2023年度当期归属于母公司所有者的净亏损65,584.24万元，截止2023年12月31日，归属于母公司股东权益6,129.31万元，资产负债率93.80%，流动负债中非金融机构借款34,709.91万元，部分债务处于逾期状态，这些情况表明存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。

2、前期差错更正事项

公司于2023年12月1日收到了中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）下发的《行政处罚决定书》（〔2023〕80号），此后公司对《行政处罚决定书》涉及的前期会计差错进行了更正，并对2018年度、2019年度、2020年度、2021年度、2022年度财务报表进行了追溯调整，对财务报表的具体影响摘录如下：

表12 差错更正对公司各年财务数据的累计影响（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	-6,947.84	-18,190.52	-128.95	-	-
净利润	-2,718.94	-8,304.29	-11,272.87	2,433.67	12,653.32
总资产	-949.95	-9,064.65	-16,896.97	-18,356.13	-6,459.07
净资产	-2,718.94	-11,023.24	-22,296.11	-19,862.45	-7,209.13
经营现金流	229.55	3,738.94	-4,207.71	-	-

资料来源：《起步股份有限公司财务报表更正事项的专项说明》，中证鹏元整理

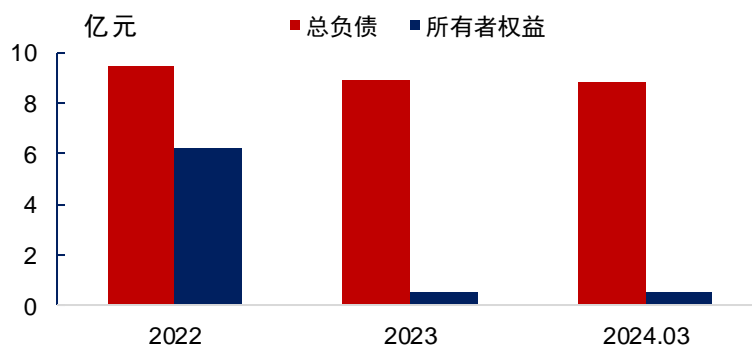
以下财务分析中涉及公司2022年财务数据均采用追溯调整后的数据。2023年度公司新增纳入合并范围的子公司5家。

资本实力与资产质量

由于巨额亏损大幅侵蚀了权益，公司净资产规模不足1亿元，总资产中应收款项、存货占比较高，均存在较大减值风险，且房产、机器设备等受限比例较高

由于利润连续大幅亏损，截至2024年3月末，公司所有者权益下降至0.55亿元，其中未分配利润为-13.75亿元，实收资本为5.39亿元，未弥补亏损远超实收资本总额。

图 10 公司资本结构



资料来源：公司更正后的2022年财务数据、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

公司资产规模持续下降，2024年3月末进一步下降至9.40亿元。流动资产方面，公司货币资金规模持续减少，2023年末为1.58亿元，其中受限金额161.10万元，为涉诉冻结资金；因计提大额减值准备，应收账款净值有所下降，2023年末为2.94亿元，集中度较高，账龄主要在两年以内，2023年当期计提坏账准备2.30亿元，转销或核销1.92亿元，期末坏账准备余额2.90亿元（其中按单项计提1.01亿元；按账龄组合计提1.90亿元），由于无法获得充足审计证据，北京亚泰所对此发表了保留意见，同时公司下游经销仍然存在经营效益下滑、流动性困难等情况，整体存在较大的坏账风险。2023年末公司其他应收款净值0.18亿元，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，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，存货账面价值不断下降，但考虑到库存数量仍然较大，仍面临较大的减值压力。

非流动资产方面，投资性房地产和固定资产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。截至2023年末，公司受限资产合计2.56亿元，主要为投资性房地产及固定资产，公司上述两项资产几乎全部受限。

表13 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	1.60	16.98%	1.58	16.59%	1.86	11.85%
应收账款	3.06	32.60%	2.94	30.96%	5.95	37.85%
其他应收款	0.08	0.85%	0.18	1.94%	0.17	1.10%
存货	0.90	9.59%	0.97	10.17%	1.50	9.53%
其他流动资产	0.40	4.24%	0.45	4.71%	0.61	3.90%
流动资产合计	6.17	65.60%	6.21	65.37%	10.36	65.97%
投资性房地产	1.60	17.03%	1.61	16.91%	1.50	9.55%
固定资产	1.17	12.43%	1.22	12.88%	1.90	12.10%
非流动资产合计	3.23	34.40%	3.29	34.63%	5.35	34.03%
资产总计	9.40	100.00%	9.51	100.00%	15.71	100.00%

资料来源：公司更正后的2022年财务数据、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

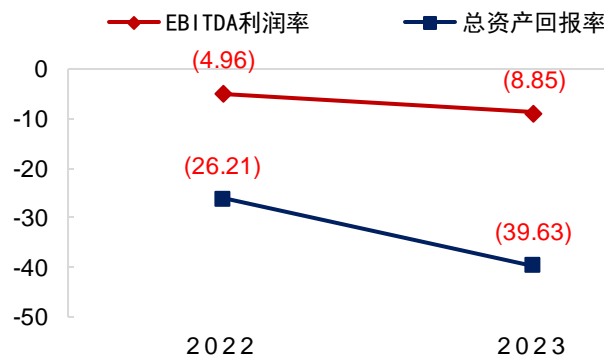
盈利能力

2023年公司业绩维持低迷状态，仅实现营业收入2.68亿元，同比下降23.84%，因大额资产及信用减值损失影响继续大幅亏损，全年净利润为-6.58亿元，EBITDA利润率、总资产回报率继续大幅下降

公司线下门店数量持续下降，销售额继续大幅下滑，2023年公司业绩表现很弱，仅实现营业收入2.68亿元，同比下降23.84%，销售毛利率方面，鞋服业务毛利率36.15%，同比略有回升。

费用方面，因资金紧张，2023年公司继续减少市场拓展费、广告宣传费等方面的投入，销售费用继续减少；减值方面，2023年公司计提信用减值2.46亿元、资产减值1.14亿元，因上述大额减值损失，公司继续大幅亏损，全年净利润为-6.58亿元。盈利能力指标方面，2023年公司EBITDA利润率、总资产回报率继续大幅下降。

2024年1-3月，公司营业收入同比继续下降14.89%，营业成本同比略有减少，营业利润亏损幅度同比有所收窄。但考虑到公司现有主要经销商存在流动性困难，且资产减值风险仍较大，公司盈利能力很难改善。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司更正后的 2022 年财务数据、2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受经销商回款减弱等因素影响，公司FFO继续为负数，经营活动现金继续净流出；公司继续被实施其他风险警示，部分债务仍处于逾期状态，未转股可转债尚有较大规模，外部融资严重受阻，流动性压力及偿债压力极大

因可转债部分转股，公司债务规模有所下降，截至2023年末，公司总债务规模为4.90亿元，由短期借款、本期债券构成。期限结构方面，公司短期债务占比仍相对较高。截至2023年末，公司短期借款中对新业商业保理有限公司（以下简称“新业保理”）的1.70亿元借款仍处于逾期状态。

表14截至 2023 年末公司短期借款逾期情况（单位：亿元）

借款单位	期末余额	借款利率（%）	逾期时间	逾期利率（%）
新业商业保理有限公司	1.70	8.5	2023-10-20	18
合计	1.70	-	-	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

经营性负债方面，公司应付账款为应付货款及材料款；公司其他应付款有所波动，2022年末存在股东借款3,700万元，2023年公司将该部分借款归还后，已无股东借款，同时当期应付利息增加，2023年末该科目余额与上年持平；2024年3月末有所增加，系将尚未缴纳的罚款由预计负债转入该科目所致。

表15 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
短期借款	3.47	39.17%	3.47	38.92%	3.18	33.64%
应付账款	2.00	22.57%	2.04	22.86%	2.16	22.87%
其他应付款	1.34	15.10%	0.84	9.37%	0.84	8.88%
流动负债合计	7.02	79.35%	6.54	73.30%	6.62	70.09%
应付债券	1.44	16.27%	1.42	15.94%	2.36	24.95%

非流动负债合计	1.83	20.65%	2.38	26.70%	2.83	29.91%
负债合计	8.85	100.00%	8.92	100.00%	9.45	100.00%
总债务	--	--	4.90	54.92%	5.96	63.07%
其中：短期债务	--	--	3.47	38.95%	3.58	37.91%
长期债务	--	--	1.42	15.97%	2.38	25.16%

资料来源：公司更正后的 2022 年财务数据、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

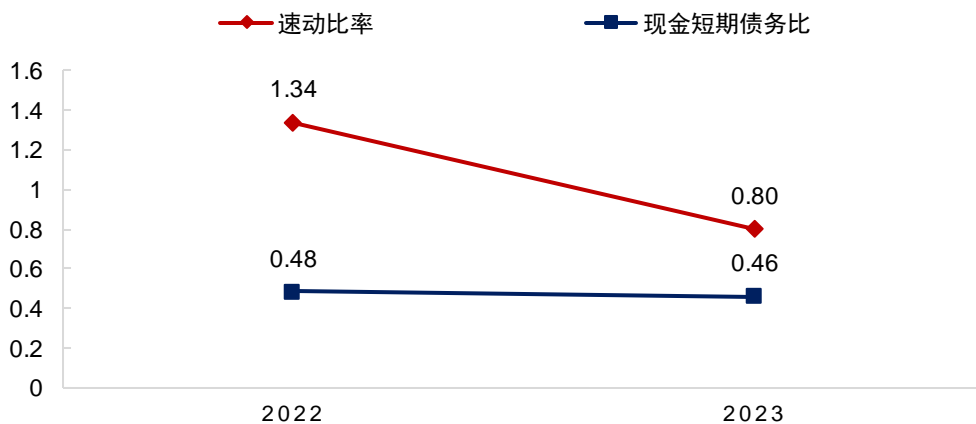
2023 年公司业绩延续低迷态势，FFO 继续为负数，经营活动现金继续净流出。偿债能力指标方面，由于巨额亏损大幅侵蚀权益，2023 年末公司资产负债率、总债务/总资本继续上升，资产负债率已高达 93.80%；净债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数及 FFO/净债务均表现非常弱，偿债压力极大。

表 16 公司杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.02	-0.31	-0.11
FFO（亿元）	--	-0.70	-0.91
资产负债率	94.12%	93.80%	60.12%
净债务/EBITDA	--	-14.28	-24.91
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.62	-0.38
总债务/总资本	--	89.25%	48.74%
FFO/净债务	--	-20.80%	-20.89%
经营活动现金流净额/净债务	--	-9.27%	-2.43%
自由现金流/净债务	--	-11.89%	-6.36%

资料来源：公司更正后的 2022 年财务数据、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

流动性指标方面，公司速动比率继续下降；现金短期债务比处于较低水平，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，用途受限。此外，公司继续被实施其他风险警示，外部融资的可获得性仍将受到很大影响，虽然 2023 年以来，湖州市吴兴区国有资本监督管理服务中心通过下属保理及供应链服务公司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，但该部分支持较为有限，且公司对新业保理的借款尚处逾期状态，公司仍面临极大流动性压力。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司更正后的 2022 年财务数据、2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司在社会责任、公司治理等方面表现较差，需关注相关因素对其经营和信用水平产生的负面影响

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年，未发现公司因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等受到处罚。

近年公司多次出现因产品质量不合格被处罚的情况，其中 2023 年 5 月，公司因销售不合格行李箱，被青田县市场监管局处罚款 1.07 万元；因销售不合格童鞋，被青田县市场监管局罚款 6,900 元，没收违法所得 6,716 元；2023 年 12 月，因销售不合格产品再次被青田县市场监管局罚款 1,689.80 元。

2023 年公司高管人员仍频繁变动，2023 年 5 月，公司原董事倪杭锋离职，2024 年 1 月，公司原职工监事陈阳阳离职、原独立董事池仁勇离职，2024 年 4 月，原监事宋建伟、余军伟离职，上述高管人员辞职均因个人原因，仍需关注董事、监事存在较大变动对公司经营及业务稳定性可能造成的不利影响。2024 年 5 月，公司因业绩预告不准确收到浙江证监局警示函，6 月时任高管及独立董事因公司财务造假收到上交所纪律处分决定。

2023 年公司继续被北京亚泰所出具带强调事项的内部控制审计报告，强调事项为：公司在部分经销商准入机制管理过程中，存在未严格按照其内部控制制度执行有关授权审批书面记录、背景审查、信用风险及效益评审等控制流程的情形，在部分经销商管理过程中存在内部控制缺陷。

（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6月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息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。

（三）或有事项分析

未决诉讼方面，根据公司于2024年4月27日发布的《起步股份有限公司关于公司累计新增诉讼、仲裁及已披露诉讼事项的进展公告》，公司2023年6月至2024年4月间未对外披露的累计诉讼、仲裁金额为7,431.16万元，占公司最近一期经审计净资产的121.24%，其中公司作为原告方的诉讼、仲裁金额为3,746.00万元，公司作为被告方的诉讼、仲裁金额为3,685.16万元。具体见下表：

表17公司 2023年6月至2024年4月未披露的累计诉讼、仲裁

序号	案号	起诉(申请)方	应诉(被申请)方	案由	诉讼(仲裁)涉及金额(万元)	案件阶段
1	(2023)丽仲第445号	浙江起步新零售有限公司	湖州中凡服饰有限公司、湖州织里萌草服饰有限公司、李凤、殷作磊、王善红	销售代理合同纠纷	3,305.35	尚未开庭
2	(2023)丽仲第450号	诸暨起步供应链管理有限有限公司	赣州杰贝商贸有限公司	买卖合同纠纷	304.89	已开庭，裁决赣州杰贝向诸暨起步支付 2,772,822.7元，强制执行中
3	(2023)浙0502民初7824号	武汉万畅物流有限公司	湖州起步物流有限公司	买卖合同纠纷	356.97	判决起步物流支付服务费3,569,746.48元及逾期付款利息，被告上诉中
4	(2022)京73民初243号	东莞市源创智行服饰科技有限公司	起步股份有限公司、北京快手科技有限公司	外观设计专利侵权纠纷	1,600.00	已开庭，判决驳回原告诉讼请求，原告上诉中
5	(2024)闽0521民初923号	福建源益鞋材有限公司	福建起步儿童用品有限公司、福建冠霸户外用品有限公司、起步股份有限公司	合同纠纷	697.53	已开庭，待判
6	(2024)温仲字第140号	上海映像波影像设计制作有限公司	起步股份有限公司	委托合同纠纷	256.44	待开庭
其它单笔在250万元以下的小额主动诉讼、仲裁案件（合计）					135.77	
其它单笔在250万元以下的小额被动诉讼、仲裁案件（合计）					774.21	
合计					7,431.16	

资料来源：《起步股份有限公司关于公司累计新增诉讼、仲裁及已披露诉讼事项的进展公告》，中证鹏元整理

2、截至2024年4月27日，公司此前已对外披露的重大诉讼、仲裁案件（涉案金额250万元以上的案件）金额合计1.48亿元，进展情况如下：

表18公司此前已披露重大诉讼、仲裁案件进展情况

序号	案号	原告/申请人	被告/被申请人	案由	涉案金额(万元)	案件最新进展
1	(2023) 丽仲第 056 号	起步股份有限公司	赣州杰贝商贸有限公司	经销合同纠纷	1,123.32	已开庭, 裁决驳回
2	(2023) 沪 0117 民初 6173 号	福建起步儿童用品有限公司	福建冠霸户外用品有限公司	债权转让合同纠纷	2,104.20	判决冠霸向福建起步支付违约金及其利息
3	(2023) 粤 0106 民初 12966 号	诸暨起步供应链管理有 限公司	汤姆猫发展产业有 限公司、杭州悦安商业 运营管理有限公司	票据追索 纠纷	2,400.00	判决汤姆猫、悦安向诸 暨起步支付 2,400 万 元, 驳回其他诉讼请求
4	(2023) 浙 1121 民初 1113 号, (2024) 浙 11 民 终 202 号	浙江起步儿 童用品有 限公司	杭州悦安商业运营管 理有限公司、彭盈松	经销合同 纠纷	6,775.62	判决悦安支付起步的货 款 65,510,904.11 元, 悦安上诉, 二审判决维 持一审原判
5	(2023) 丽仲第 126 号	起步股份有 限公司	南昌仰山科技有限公 司	销售代理 合同纠纷	460.57	裁决仰山支付起步 4,468,833.6 元及其利息
6	(2023) 丽仲第 140 号	浙江起步新 零售有限 公司	南通晨起芯选纺织品 有限公司、喜登鸟 (南通) 纺织科技有 限公司、丁冬	买卖合同 纠纷	482.20	裁决晨起、丁冬向起步 新零售支付 4,822,002.24 元, 强制 执行中
7	(2023) 丽仲第 139 号	浙江起步新 零售有限 公司	杭州凯源文化传媒有 限公司	合同纠纷	300.00	裁决驳回新零售仲裁申 请
8	(2023) 丽仲第 263 号	浙江起步新 零售有限 公司	杭州理现电子商务有 限公司、王强	合作合同 纠纷	361.45	裁决驳回新零售仲裁申 请
9	(2023) 闽 0521 民初 4673 号	福建源益鞋 材有限公司	福建起步儿童用品有 限公司、福建冠霸户 外用品有限公司、起 步股份有限公司、周 建永	买卖合同 纠纷	798.47	对方撤诉
合计					14,805.83	

资料来源:《起步股份有限公司关于公司累计新增诉讼、仲裁及已披露诉讼事项的进展公告》, 中证鹏元整理

八、结论

近年公司因关联方资金占用、内部控制重大缺陷、财务造假被处罚事项而陷入流动性困难及经营困局, 2023年公司线下门店数量继续减少, 业绩表现很差, 仅实现营业收入2.68亿元, 同比继续下降23.84%, 受大额资产及信用减值损失影响, 净利润继续大幅亏损6.58亿元; 同时应收账款、存货规模仍较大, 仍面临坏账损失风险及存货减值风险, 截至2024年3月末, 部分债务处于逾期状态, 尚未转股的可转债规模较大, 预计未来营运资金缺口、偿债压力均极大。2023年公司继续被出具保留意见的审计报告, 且存在可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性, 尚牵涉较多未决诉讼及仲裁事项, 面临较大或有负债风险, 此外, 公司ESG表现较差, 需持续关注相关ESG因素对公司经营和信用水平产生的负面影响。中证鹏元也关注到, 公司获得了吴兴区属国资企业一定程度的流动性支持。

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

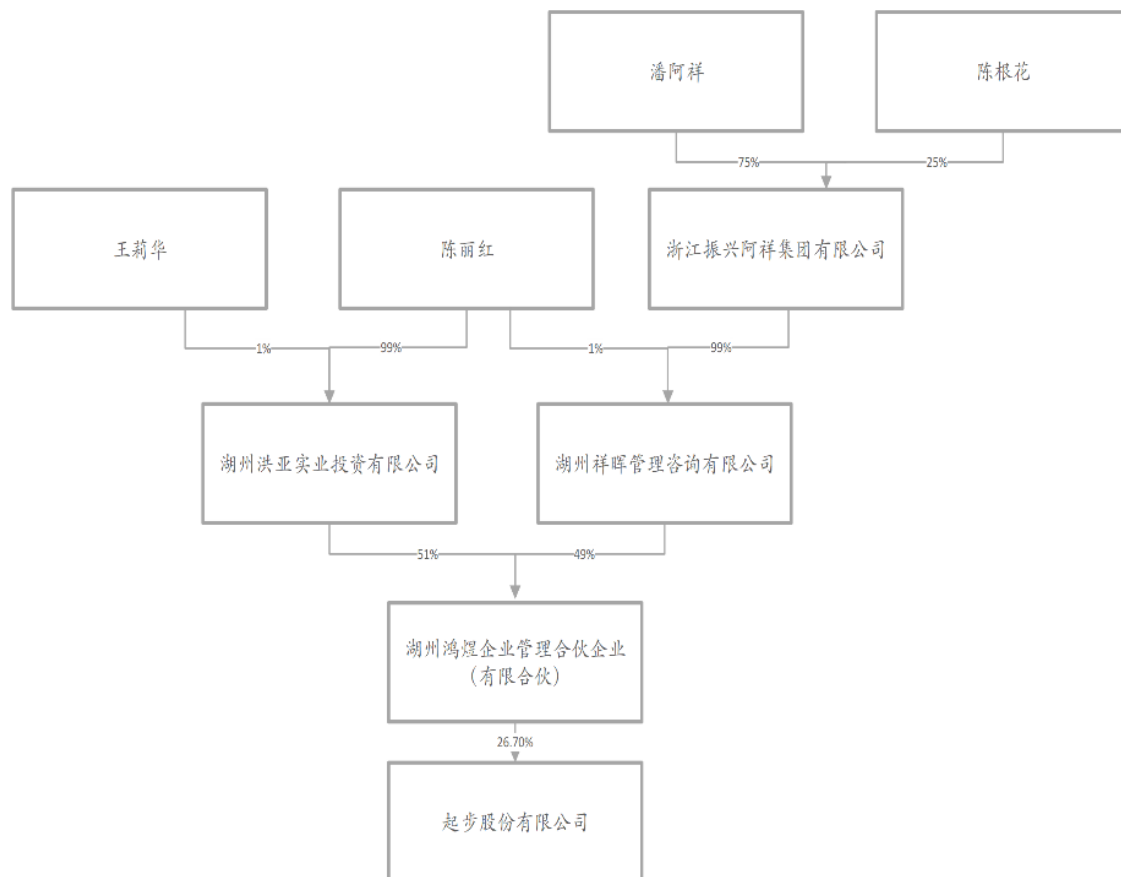
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.60	1.58	1.86	4.38
应收账款	3.06	2.94	5.95	6.80
存货	0.90	0.97	1.50	1.68
其他流动资产	0.40	0.45	0.61	0.35
流动资产合计	6.17	6.21	10.36	15.70
投资性房地产	1.60	1.61	1.50	1.30
固定资产	1.17	1.22	1.90	2.43
在建工程	0.01	0.01	0.02	0.00
非流动资产合计	3.23	3.29	5.35	6.51
资产总计	9.40	9.51	15.71	22.20
短期借款	3.47	3.47	3.18	2.98
应付账款	2.00	2.04	2.16	1.97
其他应付款	1.34	0.84	0.84	0.37
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.03	1.34
流动负债合计	7.02	6.54	6.62	8.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.20
应付债券	1.44	1.42	2.36	2.25
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.33	0.90	0.38	0.00
非流动负债合计	1.83	2.38	2.83	2.80
负债合计	8.85	8.92	9.45	11.02
总债务	--	4.90	5.96	8.17
所有者权益	0.55	0.59	6.27	11.18
营业收入	0.71	2.68	3.51	10.50
营业利润	-0.04	-4.62	-5.36	-1.97
净利润	-0.04	-6.58	-4.83	-2.05
经营活动产生的现金流量净额	0.02	-0.31	-0.11	-6.04
投资活动产生的现金流量净额	0.00	0.37	0.58	2.95
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.22	-1.39	-0.41
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	-0.24	-0.17	1.23
FFO（亿元）	--	-0.70	-0.91	0.33
净债务（亿元）	--	3.38	4.34	5.82
销售毛利率	40.19%	37.51%	33.66%	30.84%
EBITDA 利润率	--	-8.85%	-4.96%	11.71%
总资产回报率	--	-39.63%	-26.21%	-6.60%

资产负债率	94.12%	93.80%	60.12%	49.63%
净债务/EBITDA	--	-14.28	-24.91	4.73
EBITDA 利息保障倍数	--	-0.62	-0.38	3.12
总债务/总资本	--	89.25%	48.74%	42.20%
FFO/净债务	--	-20.80%	-20.89%	5.61%
经营活动现金流净额/净债务	--	-9.27%	-2.43%	-103.79%
自由现金流/净债务	--	-11.89%	-6.36%	-104.94%
速动比率	0.75	0.80	1.34	1.71
现金短期债务比	--	0.46	0.48	0.48

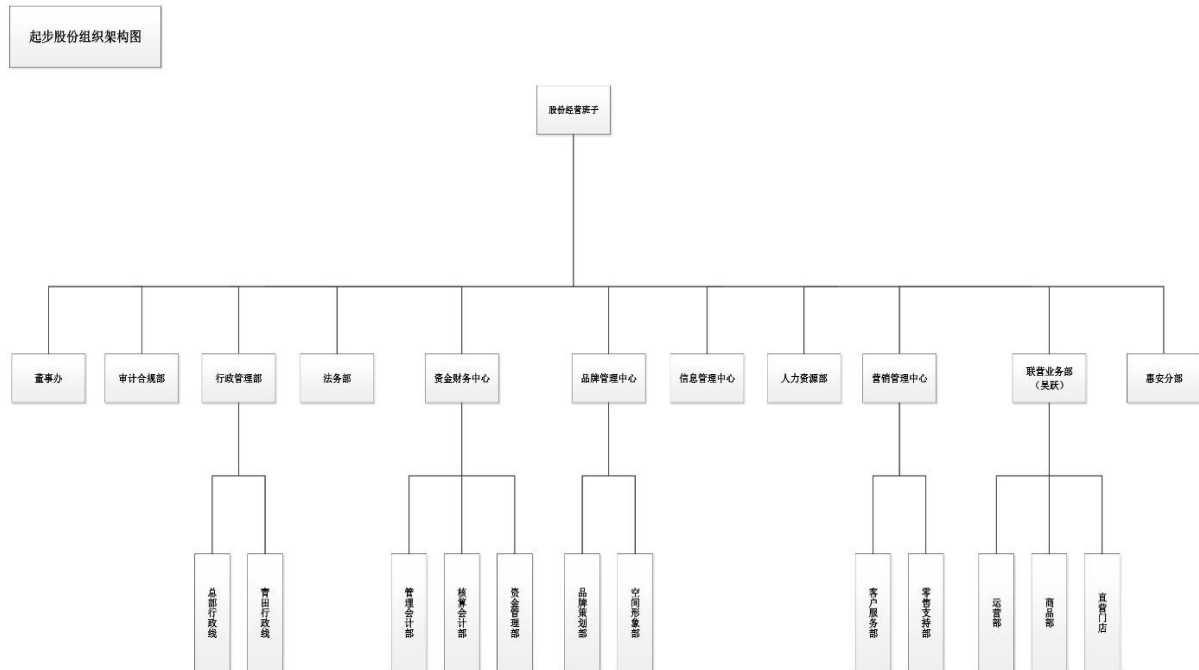
资料来源：公司更正后的 2021-2022 年财务数据、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册资本 (万元)	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
浙江起步儿童用品有限公司	浙江青田	3,000	浙江青田	商业	100	设立
诸暨起步供应链管理有限公司	浙江诸暨	2,000	浙江诸暨	商业	100	设立
福建起步儿童用品有限公司	福建泉州	6,000	福建泉州	商业	100	设立
温州起步信息科技有限公司	浙江温州	3,115	浙江温州	商业	100	同一控制下企业合并
青田起步贸易有限公司	浙江青田	7,500	浙江青田	商业	100	设立
厦门起步教育科技有限公司	福建厦门	500	福建厦门	商业	90	设立
浙江起步投资有限公司	浙江青田	30,000	浙江青田	商业	100	设立
浙江进步信息科技有限公司	浙江青田	1,000	浙江青田	商业	76	设立
依革思儿有限公司	浙江青田	9,000	浙江青田	商业	100	非同一控制下企业合并
青田小黄鸭婴童用品有限公司	浙江青田	2,100	浙江青田	商业	100	设立
杭州起步工贸有限公司	浙江杭州	100	浙江杭州	商业	100	设立
浙江辛起新零售有限公司	浙江金华	1,000	浙江金华	商业	51	设立
香港起步控股有限公司	香港	1万港币	香港	商业	100	设立
杭州起步电子商务有限公司	浙江杭州	100	浙江杭州	商业	100	设立
浙江吴跃商贸有限公司	浙江湖州	1,000	浙江湖州	商业	100	设立
湖州起步物流有限公司	浙江湖州	500	浙江湖州	商业	100	设立
浙江起步斑马西西品牌管理有限公司	浙江湖州	1,000	浙江湖州	商业	100	设立
斑马西西（湖州）新零售科技有限公司	浙江湖州	500	浙江湖州	商业	51	非同一控制下企业合并
浙江起步新零售有限公司	浙江杭州	1,000	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步星秀传媒有限公司	浙江杭州	500	浙江杭州	商业	100	设立
杭州起步供应链有限公司	浙江杭州	500	浙江杭州	商业	100	设立
浙江起步云起数字科技有限公司	浙江湖州	5,000	浙江湖州	商业	100	设立
泉州古驿宁科技有限公司	福建泉州	600	福建泉州	商业	100	设立
福建墨时千新材料科技有限公司	福建泉州	1,000	福建泉州	商业	100	设立
泉州万鸟科技有限公司	福建泉州	700	福建泉州	商业	100	设立
青田明宇鞋服制造有限公司	浙江丽水	600	浙江丽水	制造业	100	设立

资料来源：公司 2023 年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：（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。