

宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3047号

联合资信评估股份有限公司通过对宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“太平转债”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年五月十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

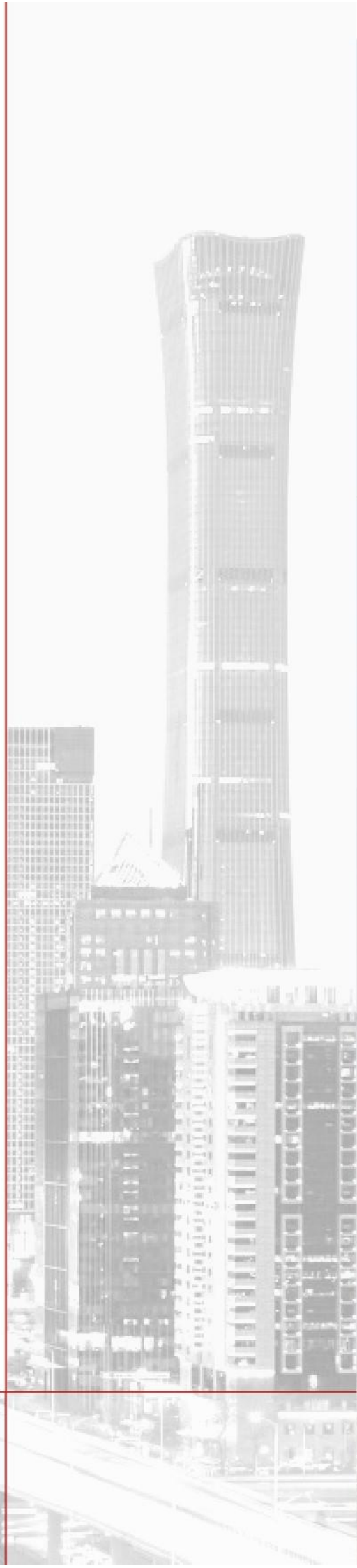
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/05/17
太平转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”）作为大众时尚服装上市公司之一，在品牌知名度、供应链管理、数字化转型等方面保持综合竞争优势。2023 年，公司持续优化调整低效门店，零售折率提升拉动公司利润总额同比大幅增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到市场竞争加剧，公司营业总收入同比下降，期间费用规模较大以及存货对营运资金形成一定占用且存在跌价风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2023 年，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对“太平转债”及长期债务的保障程度强。“太平转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担可能下降，公司对“太平转债”的保障能力或将增强。

个体调整：无

外部支持调整：无

评级展望

未来，随着公司对销售渠道的进一步优化，公司经营业绩有望得到提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司服装产品销售量大幅提升；公司服装设计水平、品牌地位和服装产品竞争力明显提升且对公司发展产生正面影响；渠道优化效果良好使得公司盈利和经营获现能力显著提高。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游需求持续减弱，公司业绩大幅下降，品牌地位面临挑战；渠道优化效果不及预期导致市场竞争力下降，盈利能力显著弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降。

优势

- 公司是国内知名服装企业，品牌知名度较高。**公司是国内知名大众时尚服装上市企业，实施多品牌策略，品牌知名度较高。
- 公司在供应链管理、数字化转型等方面具有较强的竞争优势。**公司通过数据驱动，打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应链。2023 年，公司已投入使用全新的 SCM 供应商管理系统，生产供应的全部流程由专职管理部门进行跟踪管理。随着 SAP 项目上线使用，公司已实现主数据和核心业务流程标准化和可视化。
- 利润总额同比大幅增长。**2023 年，公司持续优化调整低效门店，零售折率提升，主营业务毛利率增长至 54.33%，公司利润总额同比增长 122.03%，渠道优化效果显现。

关注

- 市场竞争加剧，公司营业总收入同比下降。**公司所处服装零售行业属于成熟行业，近年来随着创新品牌逐渐增多，行业竞争激烈程度加剧。2023 年，公司持续收缩线下门店数量，同时线上销售收入也出现下降，公司营业总收入同比下降 9.41%。
- 公司期间费用规模较大，对利润侵蚀明显。**2023 年，公司期间费用 35.85 亿元，其中销售费用 28.03 亿元，占比为 78.18%；期间费用率为 46.00%，对利润侵蚀明显。
- 公司存货占比较高，对营运资金形成一定占用且存在跌价风险。**截至 2023 年底，公司存货规模 15.09 亿元，占流动资产的比重为 27.54%，对营运资金形成一定占用；公司存货构成主要为库存商品（账面价值占 97.12%），存在跌价风险（2023 年合计提存货跌价准备 1.28 亿元）。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
			基础素质	4
		自身竞争力	企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

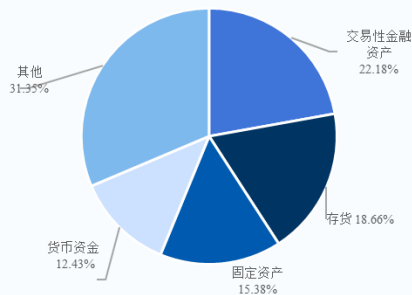
主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
现金类资产（亿元）	23.51	27.97	26.43	
资产总额（亿元）	85.57	80.83	76.61	
所有者权益（亿元）	41.59	45.30	46.91	
短期债务（亿元）	6.18	3.06	2.64	
长期债务（亿元）	10.65	10.18	10.20	
全部债务（亿元）	16.83	13.25	12.85	
营业总收入（亿元）	86.02	77.92	18.06	
利润总额（亿元）	2.62	5.81	2.14	
EBITDA（亿元）	10.81	13.50	--	
经营性净现金流（亿元）	3.99	12.76	0.08	
营业利润率（%）	47.54	53.11	54.82	
净资产收益率（%）	4.46	9.28	--	
资产负债率（%）	51.40	43.96	38.77	
全部债务资本化比率（%）	28.81	22.63	21.50	
流动比率（%）	176.15	226.13	279.39	
经营现金流动负债比（%）	12.35	52.69	--	
现金短期债务比（倍）	3.80	9.13	9.99	
EBITDA 利息倍数（倍）	16.26	22.26	--	
全部债务/EBITDA（倍）	1.56	0.98	--	

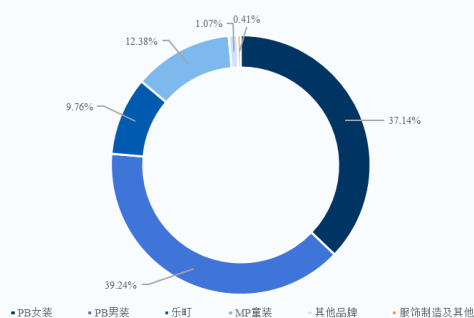
公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月	
资产总额（亿元）	55.35	52.37	/	
所有者权益（亿元）	28.15	30.27	/	
全部债务（亿元）	11.97	8.85	/	
营业总收入（亿元）	29.54	41.11	/	
利润总额（亿元）	2.41	2.68	/	
资产负债率（%）	49.14	42.19	/	
全部债务资本化比率（%）	29.85	22.62	/	
流动比率（%）	222.95	298.29	/	
经营现金流动负债比（%）	3.14	-17.67	/	

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2022 年和 2023 年数据分别使用 2023 年度报告期初和期末数据；4. “--”表示指标不适用，“/”表示未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

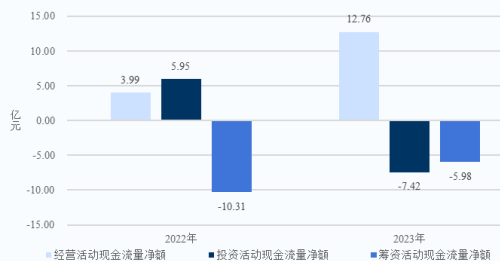
2023 年底公司资产构成



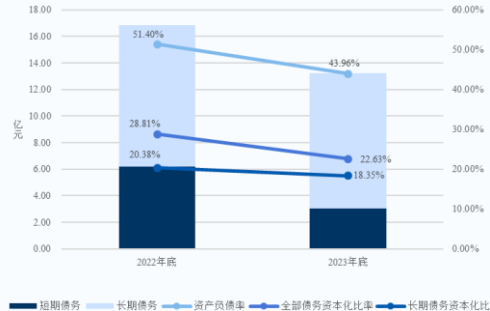
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
太平转债	8.00 亿元	8.00 亿元	2027/07/15	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
太平转债	AA/稳定	AA/稳定	2023/06/14	杨恒 王煜彤	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
太平转债	AA/稳定	AA/稳定	2020/10/21	蒲雅修 崔濛骁	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨 恒 yangheng@lhratings.com

项目组成员：王煜彤 wangyt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为成立于 2001 年的宁波太平鸟时尚女装有限公司（以下简称“太平鸟有限”），成立时注册资本 200.00 万元，其中太平鸟集团有限公司（以下简称“太平鸟集团”）持有公司 55.22% 股权。2012 年 11 月，太平鸟有限整体变更为股份有限公司。2016 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2976 号文许可，公司首次公开发行人民币普通股 5500.00 万股，并于 2017 年 1 月在上海证券交易所上市，股票简称“太平鸟”，股票代码“603877.SH”，发行后总股本 4.75 亿股。截至 2023 年底，公司注册资本为 4.77 亿元，实收资本为 4.74 亿元，太平鸟集团持有公司 43.38% 股份，为公司控股股东；张江平、张江波为公司实际控制人；公司控股股东所持公司股份无质押。

公司主营业务为时尚品牌零售，拥有 PEACEBIRD WOMEN 太平鸟女装（以下简称“PB 女装”）、PEACEBIRD MEN 太平鸟男装（以下简称“PB 男装”）、LEDiN 乐町（以下简称“乐町”）和 mini peace 太平鸟童装（以下简称“MP 童装”）四大产品线。按照联合资信行业分类标准划分为纺织及服装行业（适用一般工商企业信用评级方法）。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设总裁办、产品研发中心、供应链管理中心、零售运营中心、战略规划中心、质量流程与数字化中心、财经管理中心、人资中心等职能部门；公司合并范围内子公司 20 家，较上年底减少 1 家。截至 2023 年底，在职员工合计 9123 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 80.83 亿元，所有者权益 45.30 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 77.92 亿元，利润总额 5.81 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 76.61 亿元，所有者权益 46.91 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 18.06 亿元，利润总额 2.14 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，截至 2023 年底累计使用 2.23 亿元¹，募集资金按指定用途使用。2023 年 8 月 2 日“太平转债”转股价格调整为 21.81 元/股。截至 2024 年 3 月底，“太平转债”累计已有 23.90 万元转换为公司 A 股股票，占可转债转发行总量的 0.03%，并在付息日正常付息。

图 表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
太平转债	8.00	8.00	2021/07/15	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

¹ 公司于 2023 年 5 月 26 日召开第四届董事会第十四次会议和第四届监事会第十二次会议审议通过了《关于部分募集资金投资项目重新论证并延期的议案》。为保障募投项目的顺利实施，基于审慎原则，结合当前募投项目实际建设情况，在项目实施主体、投资用途和投资规模不变的情况下，公司拟将募投项目“科技数字化转型项目”达到预定可使用状态的时间延长至 2025 年 12 月。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023年年报）》。

五、行业分析

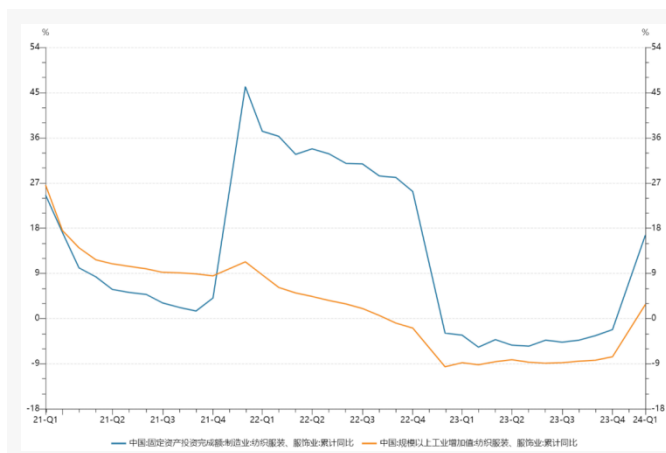
2023年，随着我国经济持续恢复向好，服装零售行业内销市场有所回暖，线上消费对行业内需市场发挥较强拉动作用，纺织品服装出口降幅逐步收窄；我国规模以上纺织企业利润总额实现增长；服装品牌竞争程度加剧。

2023年，随着我国经济持续恢复向好，“稳增长、促消费”的宏观政策持续推进，服装零售行业发展保持韧性，内销市场有所回暖。根据国家统计局数据，2023年，我国国内生产总值1260582亿元，同比增长5.2%；全国社会消费品零售总额471495亿元，同比增长7.2%，其中限额以上服装、鞋帽、针纺织品类同比增长12.9%；全年实物商品网上零售额130174亿元，按可比口径计算，同比增长8.4%，占社会消费品零售总额比重为27.6%；最终消费支出拉动国内生产总值增长4.3个百分点。

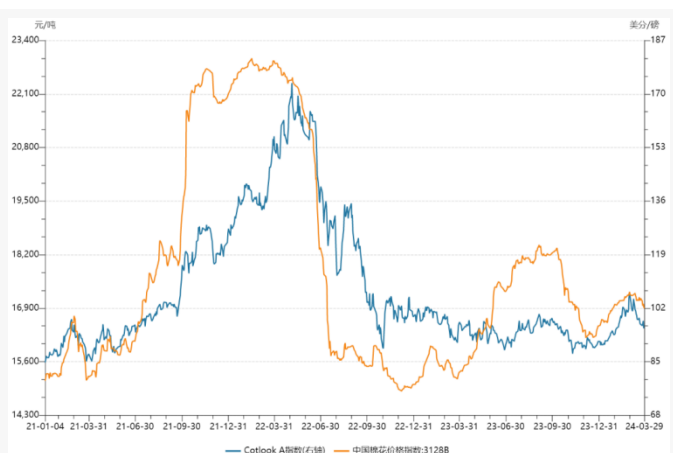
行业供给方面，2023年，我国服装行业固定资产投资规模小幅下降；工业增加值持续负增长。根据国家统计局数据，2023年，我国服装行业规模以上工业增加值同比下降7.6%，降幅较前三季度收窄1.2个百分点。

图表2 · 近年来我国服装行业固定资产投资、规模以上工业增加值增速情况

图表3 · 近年来中国棉花价格指数及英国棉花价格Cotlook指数情况



资料来源: Wind



资料来源: Wind

从上游原材料看，2023年，国内棉花价格冲高回落；根据国家统计局公布的全国棉花产量数据显示，2023年全国棉花总产量561.8万吨，比2022年减少36.2万吨，下降6.1%。其中，新疆棉花总产量511.2万吨，比上年减少27.9万吨；其他地区棉花总产量50.6万吨，比上年减少8.0万吨。

2023年，我国规模以上纺织企业利润总额同比有所增长。根据国家统计局数据，2023年，我国规模以上纺织企业营业收入47009亿元，同比下降0.8%；利润总额1802亿元，同比增长7.2%。

从出口情况看，根据中国海关数据，2023年我国纺织服装累计出口额2936.4亿美元，同比下降8.1%，但降幅较2022年下降10.6个百分点，累计降幅逐步收窄。其中，服装出口额1591.4亿美元，同比下降7.8%。主要出口市场中，我国对美国、欧盟、日本等市场纺织服装出口规模均同比有所下降，对“一带一路”沿线的土耳其、俄罗斯等国家的出口稳中有升。

近年来，直播电商发展迅速，已成为除传统电商平台以外的重要销售渠道。根据星图数据，2023年“双十一”期间，综合电商平台、直播平台累计商品交易总额(GMV)同比增长2.08%，线上消费对服装零售行业内需市场发挥较强拉动作用，为纺织服装企业提供了新的发展机会。

未来，随着网络销售的不断发展，将对服装零售企业的营运能力、数字化能力提出更高要求，促进服装行业加快数字化转型升级。此外，我国服装零售市场创新品牌逐渐增多，服装行业的竞争激烈程度加剧，要求企业通过不断创新并采取差异化战略以提升其市场竞争力。

六、跟踪期主要变化

(一) 基础素质

跟踪期内，公司在品牌知名度、供应链管理、数字化转型等方面保持综合竞争优势；公司实际控制人无变化；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司实际控制人无变化，太平鸟集团持有公司 43.38% 股份，为公司控股股东，公司控股股东所持公司股份无质押。

企业规模和竞争力方面，公司是一家时尚品牌零售公司，拥有 PB 女装、PB 男装、乐町和 MP 童装四大产品线，各品牌面向不同年龄、风格、生活态度的细分客群。

商品供应链方面，公司通过数据驱动，推进商品设计研发和供应链联动的快反机制，打通设计、生产、物流、营销等核心环节的货品供应链。公司已投入使用全新的 SCM 供应商管理系统，生产供应的全部流程由专职管理部门进行跟踪管理。公司引入人工智能预估货品需求，持续精进柔性生产供应体系。渠道方面，公司规范老品消化渠道，持续优化调整低效门店，截至 2023 年底，公司各品牌销售网点共计 3731 家。2023 年，公司直营门店（连续开业 12 个月以上）平均单店营业收入为 264.00 万元，同比增长 19.00%，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别提升至 15.34 次和 1.97 次。

数字化转型方面，随着公司 SAP 项目上线使用，公司已实现主数据和核心业务流程标准化和可视化，为提升公司运营效率和财务数据管理质量提供了关键支持。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330200730186169P），截至 2024 年 4 月 9 日，公司本部无已结清/未结清的不良/关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

“太平转债”系公司首次公开市场发行的债务融资工具，公司无其他逾期或违约记录。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

(二) 管理水平

跟踪期内，公司监事会成员以及各项管理制度未发生较大变化，部分核心人员变动对公司经营无影响。

2023 年，公司监事会成员以及各项管理制度未发生较大变化。

2023 年，公司董事兼总经理陈红朝先生因个人原因辞去公司董事、董事会提名委员会委员、总经理职务，董事会聘请董事长张江平先生为公司总经理。2023 年，公司副总经理厉征先生因个人原因辞去公司副总经理职务，2024 年 2 月 18 日，董事会聘请洪杨威先生为公司副总经理。2023 年，股东大会选举朱伟先生为公司董事。以上部分核心人员变动对公司经营无影响。

公司董事长、总经理张江平先生，57 岁，担任鹏源环球控股有限公司执行董事、太平鸟集团董事长等职务，并担任第十四届全国人大代表，中国服装协会理事会副会长，中国纺织工业联合会理事会常务理事，浙江省宁波市工商联副主席等职务。

公司副总经理洪杨威先生，45 岁，曾任公司女装事业部设计总监、总经理等职务。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司持续优化调整低效门店，零售折率提升，直营门店及线上销售收入下降导致公司营业总收入同比下降，主营业务毛利率同比增长，公司利润总额同比大幅增长，渠道优化效果显现。2024 年一季度，公司全线品牌销售收入均有所下降，营业总收入和利润总额同比下降。

公司主营业务为时尚品牌零售，包括 PB 女装、PB 男装、乐町、MP 童装等多个品牌，PB 女装与 PB 男装仍为公司的主要收入来源。2023 年，公司严格管控新品折扣，规范老品消化渠道，持续优化调整低效门店，直营门店经营变动导致收入减少 1.47 亿元，线上销售收入同比下降 23.39%，公司营业总收入同比下降 9.41% 至 77.92 亿元。其中，公司 PB 男装收入和占比均有所提升，PB 女装、乐町和 MP 童装收入和占比同比均有所下降。受关闭低效门店和零售折率提升影响，销售费用和管理费用均有所下降，公司主要服装品牌毛利率均有所

提升，主营业务毛利率同比增长 5.74 个百分点，营业利润率同比增长 5.57 个百分点至 53.11%；公司实现利润总额 5.81 亿元，同比增长 122.03%，盈利能力提升。

2024 年一季度，公司全线品牌销售收入均有所下降，公司营业总收入同比下降 12.92%至 18.06 亿元；公司营业成本为 8.08 亿元，同比下降 2.60%；营业利润率为 54.82%，同比下降 4.50 个百分点；公司实现利润总额 2.14 亿元，同比下降 28.14%。

图表 4 • 2022—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
PB 女装	32.74	38.31%	49.21%	28.81	37.14%	56.71%	6.51	36.15%	54.03%
PB 男装	29.22	34.19%	50.23%	30.44	39.24%	56.54%	7.70	42.76%	59.70%
乐町	10.03	11.74%	44.19%	7.57	9.76%	44.43%	1.35	7.49%	43.12%
MP 童装	10.97	12.83%	49.89%	9.60	12.38%	55.53%	2.27	12.59%	55.71%
其他品牌	2.32	2.72%	36.01%	0.83	1.07%	-14.88%	0.15	0.82%	6.55%
服饰制造及其他	0.18	0.21%	-0.13%	0.32	0.41%	7.82%	0.04	0.19%	-4.92%
合计	85.46	100.00%	48.59%	77.57	100.00%	54.33%	18.02	100.00%	55.34%

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2023 年，公司仍采取“外包加工为主、自主生产为辅”的生产模式，外协加工占 95%以上。除成衣外，公司自主采购的面料主要包括羽绒、毛纺、毛条、皮草等价值较高的核心面料，以满足产品零售价需求，降低产品采购成本，预防原材料市场价格波动风险，同时确保产品品质；对于拉链、粘衬、纽扣等核心辅料采用每年公开招募年度最优供应商开展战略合作，以确保品质与成本；管控标签牌供应商，以有效管理品牌标志。2023 年，公司 SCM 供应商管理系统已经逐步落地，生产供应的全部流程由专职管理部门进行跟踪管理。结算方面，公司依据不同产品品类的基础价格体系核算基本加工费，将供应商开发打样产品的采购加工成本明细与公司基本加工费进行核对，再比较同类若干供应商的报价，最终确定外包供应商及加工费。公司对外采购时一般会预付供应商 20%~30%的货款，货物验收进仓后一般在 90 天内按合同约定付款进度结清，结算支付方式主要为银行转账。

2023 年，公司成衣、配饰及其他采购量较上年均有所下降，主要系公司产品销量减少所致；成衣采购均价较上年变化不大，配饰及其他采购均价较上年有所增长，主要系采购品类变化所致。

从采购集中度看，2023 年，公司从前五名供应商采购额合计为 4.38 亿元（无关联采购情况），占年度采购总额的比重为 14.21%，同比上升 0.67 个百分点，采购集中度仍属较低，不存在对单一供应商依赖程度较高的情况。

图表 5 • 公司主要原材料采购情况

项目	2022 年	2023 年
成衣	采购数量（万件）	3469.49
	采购均价（元/件）	106.12
配饰及其他	采购数量（万件）	371.10
	采购均价（元/件）	56.21

资料来源：公司提供

2023 年，公司销售渠道以线下为主，线下销售模式无较大变化，仍采取“直营与加盟互补”的销售模式，主要零售渠道为购物中心、百货商场、街店和奥莱店；线上渠道主要为传统电商，同时通过抖音、小红书、B 站等进行品牌输出。公司主要产品采用成本加合理利润的定价模式。

2023 年，公司线上及线下销售收入均有所下降，线上销售收入同比下降 23.39%，主要系线上消费者价格敏感度相对较高所致；线下销售方面，公司直营店收入占比较高，直营店和加盟店销售收入同比略有下降。受益于零售折率提升，公司线上及线下销售毛利率均有所增长，其中，直营店毛利率水平较高。

图表 6 • 公司服饰运营不同销售模式营业收入情况

销售模式	2022 年			2023 年		
	收入 (亿元)	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
线上销售	27.32	32.03%	42.39%	20.93	27.09%	44.28%
线下销售	57.96	67.97%	51.67%	56.32	72.91%	58.33%
其中：直营店	34.19	40.09%	63.41%	32.71	42.35%	71.33%
加盟店	23.78	27.88%	34.78%	23.60	30.55%	40.32%
合计	85.28	100.00%	48.70%	77.24	100.00%	54.52%

注：尾差系数数据四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2023 年底，公司各品牌销售网点共计 3731 家。2023 年，公司规范老品消化渠道，持续优化调整低效门店，直营店和加盟店分别闭店 327 家和 985 家，净拓店分别为-252 家和-688 家。从公司直营渠道优化效果来看，2023 年，公司直营门店（连续开业 12 个月以上）平均单店营业收入为 264.00 万元，同比增长 19.00%，公司销售债权周转次数和存货周转次数分别提升至 15.34 次和 1.97 次，渠道优化效果显现。

图表 7 • 公司直营及加盟销售网点分布情况（单位：家）

时间	门店类型	期初数	当期新开	当期关闭	净拓店	期末数
2022 年	直营	1616	366	555	-189	1427
	加盟	3598	710	1064	-354	3244
	合计	5214	1076	1619	-543	4671
2023 年	直营	1427	75	327	-252	1175
	加盟	3244	297	985	-688	2556
	合计	4671	372	1312	-940	3731

资料来源：公司提供

2 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

未来公司将“人货场”场景融合、渗透、重构，持续线上线下一体化的经营模式，对门店经营进行提质增效，商品和内容相互促进，提供差异化的会员策略和个性化的会员服务；借助科技数字化工具，提升公司的数字化运营能力和智能化决策水平。公司将从传统日常休闲服饰向露营、骑行等轻户外运动场景拓宽产品边界。品牌形象方面，公司推出首家新一代太平鸟旗舰店，升级店务形象；男女风格系列及视觉形象拉通，乐町和童装风格升级；重点铺排 S 级整合营销与全新 VI 视觉营销。核心竞争力方面，公司将扩大核心品类覆盖；公司上线 PLM 系统，打通集成供应链 SCM 系统；提高激励机制。运营方面，直营店聚焦核心城市，拓展规模型加盟商，线上多平台协同发展。此外，公司将引入战略型供应商，完善备料机制，提升追单快反能力。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2023 年，公司合并范围内子公司因注销减少 4 家；2024 年 1—3 月，公司合并范围内子公司因注销减少 1 家。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内子公司合计 20 家。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产规模有所下降，存货占比较高且对营运资金形成一定占用；所有者权益有所增长，权益结构稳定性较弱；债务规模有所下降，债务负担有所减轻。2023 年，公司营业总收入同比下降，利润总额同比大幅增长；公司期间费用和资产/信用减值损失对利润总额侵蚀明显；公司经营活动现金净流入规模大幅增长，投资活动现金流由净流入转为净流出，筹资前活

动现金流充裕，对外部融资需求一般。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底下降 5.53% 至 80.83 亿元，主要系存货规模下降所致，资产构成仍以流动资产为主。截至 2023 年底，公司存货规模 15.09 亿元，较上年底下降 29.00%，主要系货品采购减少所致；公司存货构成主要为库存商品（账面价值占 97.12%），存在跌价风险（2023 年合计计提存货跌价准备 1.28 亿元）。公司交易性金融资产较上年底增长 42.01% 至 17.93 亿元，主要系理财产品购买净增加所致。公司固定资产占非流动资产比例仍较大，截至 2023 年底，固定资产较上年底下降 5.93% 至 12.43 亿元，主要系公司优化调整低效门店导致房屋及建筑物、固定资产装修等减少所致，累计计提折旧 6.37 亿元；固定资产成新率 68.31%，成新率一般。截至 2023 年底，公司所有权或使用权资产无受限。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 76.61 亿元，较上年底下降 5.23%，主要系支付供应商货款导致货币资金减少，以及产品换季导致存货减少所致；资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 8.92% 至 45.30 亿元，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构较上年底变化不大，其中未分配利润占比为 54.25%，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2024 年 3 月底，受益于未分配利润增长，公司所有者权益较上年底增长 3.54% 至 46.91 亿元，所有者权益规模与结构较上年底变化不大。

图 8 • 2023 年底公司流动资产构成

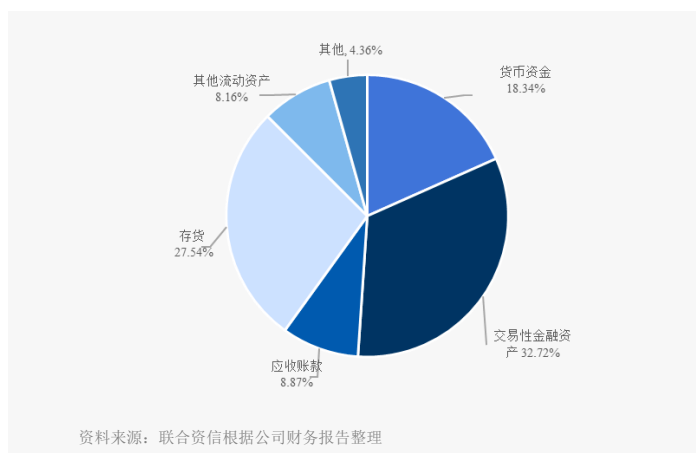
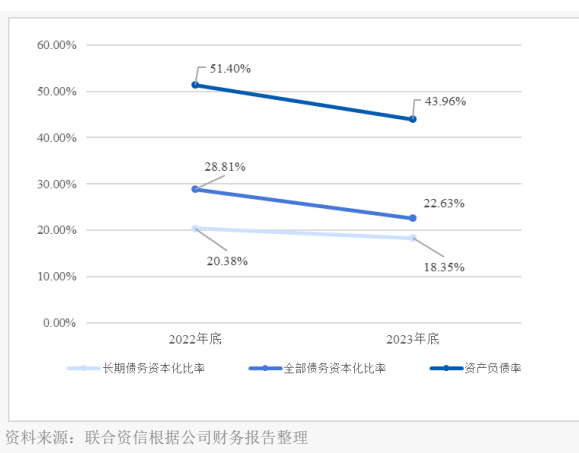


图 9 • 2022—2023 年底公司债务指标情况



截至 2023 年底，公司负债总额较上年底下降 19.20% 至 35.53 亿元，主要系应付账款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债下降所致；负债结构仍以流动负债为主，非流动负债较上年底变化不大。其中，应付账款较上年底下降 29.64% 至 9.59 亿元，主要系存货采购减少及付款进度加快所致；一年内到期的非流动负债较上年底下降 20.46% 至 2.78 亿元，主要系一年内到期的租赁负债减少所致；其他流动负债较上年底下降 16.03% 至 4.91 亿元，主要系应付退货款减少所致。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 16.42% 至 29.70 亿元，主要系应付账款减少所致，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2023 年底，公司全部债务较上年底下降 21.27% 至 13.25 亿元，主要系应付票据、一年内到期的非流动负债下降所致；债务结构仍以长期债务为主，长期债务较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 43.96%、22.63% 和 18.35%，较上年底分别下降 7.44 个百分点、6.18 个百分点和 2.03 个百分点，债务负担有所减轻。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底下降 3.01% 至 12.85 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化均略有下降。截至 2024 年 3 月底，公司存续债券为“太平转债”，债券余额为 8.00 亿元，于 2027 年到期。

2023 年，公司营业总收入及利润总额分析详见本报告“六、跟踪期主要变化（四）经营方面”。从期间费用看，2023 年，公司费用总额 35.85 亿元，同比下降 9.92%。其中，销售费用（占比 78.18%）同比下降 11.49% 至 28.03 亿元，主要系门店数量及营业收入减少，直营薪酬、租赁装修费和广告宣传费同比下降所致；管理费用同比下降 13.96% 至 5.39 亿元，主要系职工薪酬及股权激励费用同比下降所致；受职工薪酬及设计费支出增加影响，研发费用同比增长 61.45% 至 1.91 亿元；财务费用同比下降 23.65% 至 0.53 亿元，主要系租赁负债利息及手续费支出减少所致。公司期间费用率为 46.00%，对整体利润侵蚀明显。2023 年，公司资产减值损失为 1.28 亿元，较上年略有增长，主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失；信用减值损失为 0.20 亿元，较上年有所增长，主要为应收账款坏账损失和其他应收款坏账损失。盈利指标方面，2023 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 53.11%、8.22% 和 9.28%，同比分别增长 5.57 个百分点、3.91 个百分点和 4.82 个百分点，盈利能力有所提升。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 12.92% 至 18.06 亿元，利润总额同比下降 28.14% 至 2.14 亿元。

2023 年，受公司零售收入下降影响，公司经营活动现金流入量同比下降 11.39% 至 83.12 亿元；受存货采购及支付日常费用减少影响，公司经营活动现金流出量同比下降 21.66% 至 70.36 亿元；公司经营活动现金净流入额大幅增长至 12.76 亿元；现金收入比维持较高水平。

2023年，公司收回投资收到的现金大幅下降导致投资活动现金流入量同比下降24.40%至38.25亿元，投资活动现金净流入转为净流出；公司经营活动现金净流入能够覆盖投资需求。受偿还债务及支付股利减少影响，公司筹资活动现金净流出额收窄。2024年1-3月，公司实现经营活动现金净流入0.08亿元，投资活动现金净流出0.60亿元，筹资活动现金净流出1.11亿元。

2 偿债指标变化

2023年，公司长、短期偿债能力指标表现较好，偿债能力有所提升；间接融资渠道畅通，具备直接融资渠道。

图表 10 · 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率（%）	176.15	226.13
	速动比率（%）	110.35	163.85
	经营现金/流动负债（%）	12.35	52.69
	经营现金/短期债务（倍）	0.65	4.16
	现金类资产/短期债务（倍）	3.80	9.13
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	10.81	13.50
	全部债务/EBITDA（倍）	1.56	0.98
	经营现金/全部债务（倍）	0.24	0.96
	EBITDA/利息支出（倍）	16.26	22.26
	经营现金/利息支出（倍）	6.00	21.04

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年底，公司短期偿债能力指标均大幅提升，公司经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务的保障程度较高，现金类资产对短期债务的保障程度较高，整体看，公司短期偿债能力有所提升。

2023年，受益于公司利润总额增长，EBITDA同比增长24.84%，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较高，经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出的覆盖程度均有所提升，整体看，公司长期偿债能力有所提升。

对外担保方面，截至2023年底，公司无对合并范围外的担保事项。

未决诉讼方面，截至2023年底，公司无重大未决诉讼。

融资渠道方面，截至2023年底，公司共计获得银行授信额度9.90亿元，剩余授信额度9.62亿元，间接融资渠道畅通；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

2023年，公司本部收入规模较大，利润主要来自于投资收益，资产结构以流动资产为主，整体债务负担较轻；所有者权益规模大，结构稳定性较强。

截至2023年底，公司本部资产总额较上年底略有下降，主要系使用权资产规模下降所致；资产构成仍以流动资产为主；公司本部货币资金为5.24亿元。截至2023年底，公司本部负债总额较上年底下降18.76%，负债构成以流动负债为主；资产负债率较上年底下降6.95个百分点至42.19%；公司本部全部债务8.85亿元，以长期债务为主（占94.41%），全部债务资本化比率22.62%，整体债务负担较轻。受益于未分配利润增长，截至2023年底，公司本部所有者权益较上年底增长7.55%，权益结构稳定性较强。

2023年，公司本部营业总收入41.11亿元，利润总额2.68亿元；公司本部投资收益为3.00亿元，为公司本部的重要利润来源。2023年，公司本部经营活动现金流净额为-2.38亿元，投资活动现金流净额为8.28亿元，筹资活动现金流净额为-3.85亿元。

七、债券偿还能力分析

截至2023年底，公司发行的“太平转债”余额为8.00亿元。2023年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对“太平转债”及长期债务的保障程度强。

“太平转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担可能下降，公司对“太平转债”的保障能力或将增强。

图表 11 • 公司债券偿还能力指标

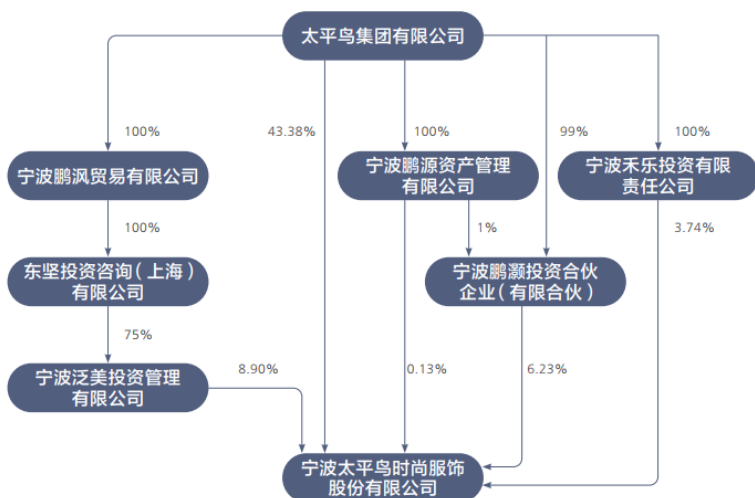
项目	2023 年
长期债务* (亿元)	10.18
经营现金流入/长期债务 (倍)	8.16
经营现金/长期债务 (倍)	1.25
长期债务/EBITDA (倍)	0.75

注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

八、跟踪评级结论

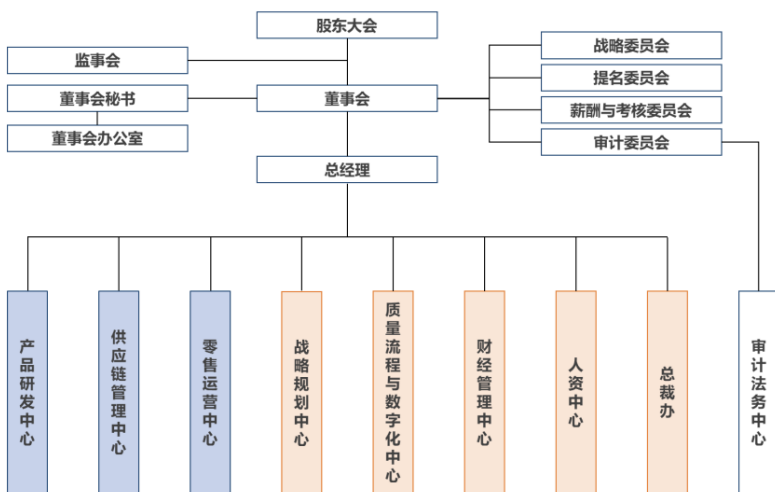
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“太平转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
宁波太平鸟风尚服饰有限公司	9000.00	太平鸟服饰的运营管理	100.00%	--	设立
宁波太平鸟网络科技有限公司	500.00	服饰的网上销售	100.00%	--	设立
宁波太平鸟电子商务有限公司	1000.00	服饰的网上销售	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	23.51	27.97	26.43
应收账款（亿元）	5.30	4.86	4.30
其他应收款（亿元）	1.33	1.08	1.15
存货（亿元）	21.25	15.09	13.68
长期股权投资（亿元）	0.09	0.07	0.06
固定资产（亿元）	13.21	12.43	12.17
在建工程（亿元）	0.41	0.25	0.37
资产总额（亿元）	85.57	80.83	76.61
实收资本（亿元）	4.76	4.74	4.74
少数股东权益（亿元）	0.11	0.09	0.09
所有者权益（亿元）	41.59	45.30	46.91
短期债务（亿元）	6.18	3.06	2.64
长期债务（亿元）	10.65	10.18	10.20
全部债务（亿元）	16.83	13.25	12.85
营业总收入（亿元）	86.02	77.92	18.06
营业成本（亿元）	44.54	35.74	8.08
其他收益（亿元）	2.30	1.54	0.58
利润总额（亿元）	2.62	5.81	2.14
EBITDA（亿元）	10.81	13.50	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	90.33	80.59	18.88
经营活动现金流入小计（亿元）	93.81	83.12	19.73
经营活动现金流量净额（亿元）	3.99	12.76	0.08
投资活动现金流量净额（亿元）	5.95	-7.42	-0.60
筹资活动现金流量净额（亿元）	-10.31	-5.98	-1.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	14.81	15.34	--
存货周转次数（次）	1.91	1.97	--
总资产周转次数（次）	0.92	0.94	--
现金收入比（%）	105.02	103.43	104.55
营业利润率（%）	47.54	53.11	54.82
总资本收益率（%）	4.31	8.22	--
净资产收益率（%）	4.46	9.28	--
长期债务资本化比率（%）	20.38	18.35	17.87
全部债务资本化比率（%）	28.81	22.63	21.50
资产负债率（%）	51.40	43.96	38.77
流动比率（%）	176.15	226.13	279.39
速动比率（%）	110.35	163.85	205.00
经营现金流动负债比（%）	12.35	52.69	--
现金短期债务比（倍）	3.80	9.13	9.99
EBITDA 利息倍数（倍）	16.26	22.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.56	0.98	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2022 年和 2023 年数据分别使用 2023 年度报告期初和期末数据；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	11.71	16.18	/
应收账款（亿元）	5.58	18.83	/
其他应收款（亿元）	13.72	4.56	/
存货（亿元）	6.12	0.25	/
长期股权投资（亿元）	5.91	5.41	/
固定资产（亿元）	3.57	3.34	/
在建工程（亿元）	0.39	0.03	/
资产总额（亿元）	55.35	52.37	/
实收资本（亿元）	4.76	4.74	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	28.15	30.27	/
短期债务（亿元）	2.31	0.49	/
长期债务（亿元）	9.67	8.36	/
全部债务（亿元）	11.97	8.85	/
营业总收入（亿元）	29.54	41.11	/
营业成本（亿元）	16.90	30.19	/
其他收益（亿元）	0.34	0.19	/
利润总额（亿元）	2.41	2.68	/
EBITDA（亿元）	--	--	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	31.95	27.73	/
经营活动现金流入小计（亿元）	32.59	28.91	/
经营活动现金流量净额（亿元）	0.55	-2.38	/
投资活动现金流量净额（亿元）	0.70	8.28	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.21	-3.85	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.61	3.37	/
存货周转次数（次）	2.54	9.49	/
总资产周转次数（次）	0.53	0.76	/
现金收入比（%）	108.17	67.44	/
营业利润率（%）	42.31	25.94	/
总资本收益率（%）	8.19	7.91	/
净资产收益率（%）	9.79	8.66	/
长期债务资本化比率（%）	25.56	21.63	/
全部债务资本化比率（%）	29.85	22.62	/
资产负债率（%）	49.14	42.19	/
流动比率（%）	222.95	298.29	/
速动比率（%）	187.73	296.47	/
经营现金流动负债比（%）	3.14	-17.67	/
现金短期债务比（倍）	5.07	32.71	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	/
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	/

注：公司未披露 2024 年一季度公司本部财务数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持