跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]735 号

贵人鸟股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

贵人鸟股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

贵人鸟股份有限公司公开发行的“14 贵人鸟”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月 四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

贵人鸟股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
14 贵人鸟	6.47 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 5 月 26 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 4 日

主要财务数据

项　目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	79.04	75.83	77.35
所有者权益（亿元）	31.13	26.27	27.27
长期债务（亿元）	16.88	14.48	13.79
全部债务（亿元）	40.29	41.51	42.88
营业收入（亿元）	22.79	32.52	8.33
净利润（亿元）	3.26	1.88	1.01
EBITDA（亿元）	6.74	6.04	--
经营性净现金流（亿元）	2.36	6.33	2.76
营业利润率（%）	39.52	33.44	35.51
净资产收益率（%）	11.86	6.54	--
资产负债率（%）	60.62	65.36	64.74
全部债务资本化比率（%）	56.41	61.25	61.13
流动比率（倍）	1.61	1.17	1.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	2.63	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.84	0.93	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、其他流动负债已调整至短期债务指标核算。

评级观点

2017 年，贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）合并湖北杰之行体育产业发展股份有限公司（以下简称“杰之行”）、名鞋库网络科技有限公司（以下简称“名鞋库”）全年销售收入，公司收入规模有所增长；体育产业布局初见成效。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司盈利能力有所下降，应收账款对资金占用较大且存在一定回收风险，期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将积极实现由传统运动鞋服经营向体育产业运营的战略升级，通过对新品牌的培育逐步完善差异化的品牌定位，公司多品牌、多市场、多渠道的协同优势有望显现，公司未来盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 贵人鸟”的债项信用评级为“AA”。

优势

1．2017 年，由于合并杰之行和名鞋库全年收入，公司营业收入有所增长。

2．2017 年，公司体育产业布局初见成效；同时，通过对新品牌的培育，逐步完善差异化的品牌定位。

关注

1．2017 年，贵人鸟品牌终端店铺有所减少，且计提了大额减值准备，公司盈利能力有所下降。

2．公司目前处于战略转型期，在体育产业运营经验和人才储备上尚不充足，体育产业投入较大，新品牌的培育也需要一定资金支出，公司战略转型存在一定的不确定性。

3．2017 年，公司应收账款规模仍较大，运营资金使用效率有待提高，且存在一定回收风险；公司期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重；公司所有者权益有所下降，债务负担有所加重。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修
电话：010-85172818
邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

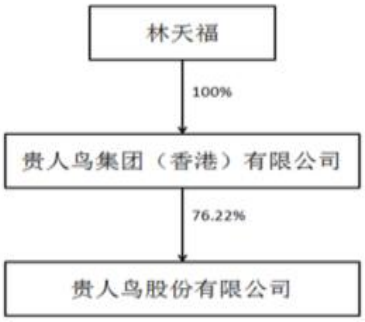
联合信用评级有限公司

一、主体概况

贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）的前身是贵人鸟（中国）有限公司，于2004年7月在泉州工商行政管理局登记注册，初始注册资本为10,000.00万港元，全部由贵人鸟（国际）有限公司（以下简称“贵人鸟国际”）出资，公司性质为外商独资企业。2010年12月，贵人鸟国际与贵人鸟集团（香港）有限公司（以下简称“贵人鸟香港”）签订股权转让协议，将公司全部股权以总价1元转让给贵人鸟香港。同月，晋江市商务局以晋商外[2010]579号文《晋江市商务局关于同意“贵人鸟（中国）有限公司”增资等事宜的批复》核准亿兴投资发展有限公司、贵人鸟（泉州）投资管理有限公司和福建省弘智投资管理有限公司对公司发起增资，增资后公司注册资本变更为10,838.93万港元，其中贵人鸟香港持股92.26%，公司性质变更为中外合资企业。2011年3月，经福建省对外贸易经济合作厅通过闽外经贸外资[2011]118号文《福建省对外贸易经济合作厅关于贵人鸟（中国）有限公司改制为贵人鸟股份有限公司的批复》核准，公司以2010年12月31日为基准日整体变更为股份有限公司，并更名为现名，公司以截至2010年12月31日经审计的净资产57,083.96万元按1:0.9197的比例折合为股份总数52,500.00万股。

2014年1月，公司首次公开发行A股8,900.00万股，并在上海证券交易所上市交易（股票简称：贵人鸟，股票代码：603555.SH）。2016年12月，公司非公开发行股票成功，股份总数增加至62,860.21万股。截至2017年底，公司总股本为62,860.21万股，其中贵人鸟香港持股76.22%，为公司的控股股东（其中质押的股份占其持有股份的 65.42%）。自然人林天福先生通过其全资控股公司贵人鸟香港持有公司76.22%的股权，是公司实际控制人。

图1　截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围变更为：从事鞋、服装的生产，研发及批发、零售；体育用品、体育器材、运动防护用具、皮箱、包、袜子、帽的生产、研发及批发、零售；从事货物及技术的进出口业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2017年底，公司组织结构未变化，拥有合并范围内子公司32家；公司拥有在职员工5,831名，较上年增长3.11%。

截至2017年底，公司合并资产总额75.83亿元，负债合计49.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计26.27亿元，其中归属于母公司所有者权益为23.27亿元。2017年，公司实现营业收入32.52亿元，净利润（含少数股东损益）1.88亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.57亿元；

经营活动产生的现金流量净额 6.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 77.35 亿元，负债合计 50.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 27.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.11 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.33 亿元，净利润（含少数股东损益）1.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.89 亿元。

公司注册地址：晋江市陈埭沟西工业区；法定代表人：林天福。

二、债券概况

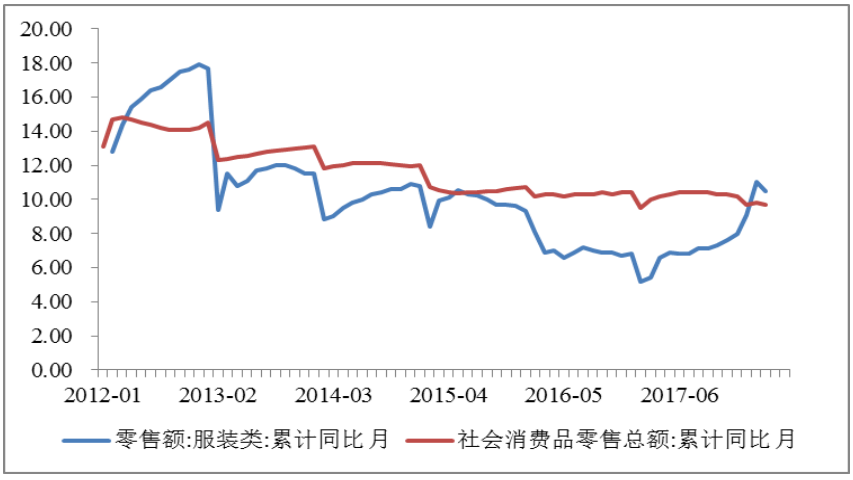
经中国证监会证监许可[2014]1197 号文核准，公司于 2014 年 12 月 3 日发行 8 亿元公司债券（以下简称“本次债券”），期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2014 年 12 月 3 日，票面利率为 6.80%，按年付息、到期一次还本。本次债券于 2014 年 12 月 23 日起在上海证券交易所挂牌上市，债券简称“14 贵人鸟”，上市代码“122346.SH”。公司于 2016 年 12 月 5 日（因 2016 年 12 月 3 日为休息日，顺延至其后第 1 个交易日）支付了自 2015 年 12 月 3 日至 2016 年 12 月 2 日期间的利息共 5,440.00 万元。公司于 2017 年 12 月 4 日支付了自 2016 年 12 月 3 日至 2017 年 12 月 2 日期间的公司债券利息 5,440.00 万元。根据《贵人鸟股份有限公司公开发行 2014 年公司债券募集说明书》中关于投资者回售选择权的约定，公司实施了本期公司债券的回售工作，回售金额为人民币 153,062,000 元（不含利息）。2017 年 12 月 4 日为回售资金发放日，公司对有效申报回售的“14 贵人鸟”债券持有人支付本金及当期利息，回售后仍存债券数量 646,938 手。

本次债券募集资金主要用于补充营运资金，目前已使用完毕。

三、行业分析

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本等生产要素成本上升，加上中国纺织服装业之前高增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2017 年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看， 2017 年，我国社会消费品零售总额达 36.63 万亿元，同比增长 10.20%；服装类零售额 10,356.40 亿元，同比增长 8.00%，增速较上年的 6.80%小幅上升。

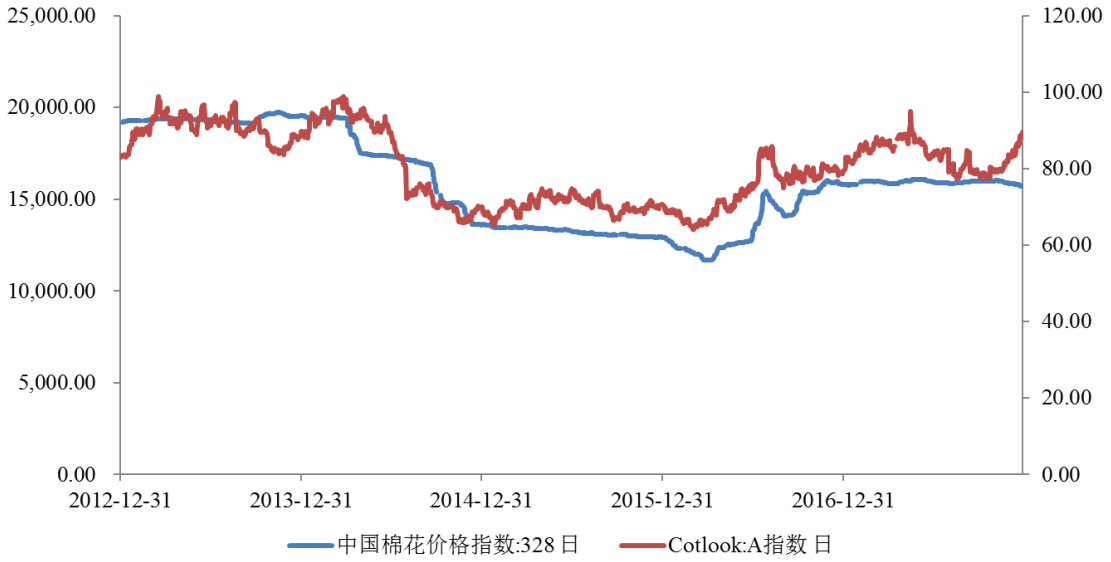
图 2　2012 年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）



资料来源：Wind

原材料方面，2017 年，国内棉花价格水平总体较为平稳，截至 2017 年底，国内 328 棉花价格为 15,699.00 元/吨，同比下降 0.63%。国际棉价方面，2017 年，外棉价格大幅波动，截至 2017 年底，英国棉花价格 Cotlook：A 由 2016 年底的 79.40 美分/磅上涨至 89.60 美分/磅，同比上升 12.85%。2017 年，内外棉价差整体呈现从“从大到小，再由小到大”的 V 字型变化。化纤类服装面料价格方面，粘胶短纤 2017 年末价格约 14,250.00 元/吨，较上年末减少 1,050.00 元/吨；涤纶短纤年末价格约为 8,775.00 元/吨，较上年末增加 325.00 元/吨；氨纶 20D 年末价格约为 45,125.00 元/吨，较上年末增加 6,000.00 元/吨；截至 2017 年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的 85.36 变为年底的 84.90，较上年变化不大。

图3　近年来国内外棉花价格走势（单位：左轴：元/吨，右轴：美分/磅）



资料来源：Wind

从盈利状况上看，2017年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到21,903.90亿元，同比增长1.1%，增速有所下滑；利润总额为1,263.70亿元，同比增长2.9%，增速较上年小幅提升。

运动鞋服方面，随着国家“十三五”规划提出“广泛开展全民健身行动”，全民健身意识逐步增强。2017 年，主要运动品牌通过严格控制库存和门店开设数量、加强电子商务营销和采取多元化品牌战略，都实现了较好业绩，其中李宁、安踏、361 度、贵人鸟等品牌营业总收入均较上年有所提升。

表 1　2016~2017 年国内主要运动鞋服品牌营业总收入（单位：亿元）

年份	李宁	安踏	特步	361 度	贵人鸟
2016 年	80.34	133.48	54.00	50.50	22.79
2017 年	88.90	166.92	51.27	52.14	32.52

资料来源：联合评级根据上市公司公开年报整理

2017 年，运动鞋服行业的集中度依然较高，预计未来行业将继续优胜劣汰的过程，具有品牌号召力与转型能力的优秀企业将进一步占据更多的市场份额，市场得到进一步整合。近年来，城镇化发展带来的三四线城市可预期消费力，国际性及国内一、二线运动品牌销售渠道下沉，并逐步形成一定影响力，线上业务及物流的快速发展，为销售渠道进一步沉淀带来了机遇，根据经济日报-中国

经济网于 2018 年 3 月发布的《耐克、阿迪竞相入住农村淘宝成为运动品牌下沉首选平台》文章报道，日前，国际知名运动户外品牌耐克和阿迪达斯进驻农村淘宝，并将通过农村淘宝遍布全国的近 3 万个村淘点，精准触达农村消费者。同时，成熟型运动鞋服品牌企业率先步入复苏后，开始转由单品向多品类融合发展，且不乏通过引入具备知名度的国际品牌抱团发展，使市场品牌涌现，竞争进一步加剧，以安踏、李宁为例，安踏整体已由单一安踏品牌拓展至包含安踏、FILA、DESCENTE、SPRANDI 以及 NBA 品牌等，李宁也开始代理 Danskin 品牌系列产品，且部分快时尚品牌、电商巨头均推出运动系列服饰，例如 Calvin Klein 已开设了运动类专营店，Zara 推出运动系列，亚马逊推出自有运动品牌且产品已上架。

未来发展方面，根据 Euromonitor（欧睿）报告显示，2017 年，中国体育用品销售总额再次增长 12.0%（与 2016 年的增长率相同）至人民币 2,120 亿元，且增速并无放缓之势，欧睿预计该行业在预测期内将继续按照固定价格以 8%的复合年增长率增长，至 2022 年可达人民币 3,180 亿元，增速远高于 2010 至 2015 年的 5.6%的复合年增长率。运动鞋服市场兼备纺织服装行业及体育产业的双重属性。基于纺织服装的发展企稳，以及体育产业发展已成为国家战略层面的发展目标，对于发展相对成熟的运动鞋服行业，无疑将直接受益。

总体看，2017年，国内纺织服装市场需求较上年小幅增长，主要原材料的价格总体较为平稳，主要行业经济运行指标增速仍延续平缓增长状态；运动鞋服方面，随着全民健身意识的提高，市场空间有望持续增长，具有良好品牌效应与转型能力的优势服装品牌将在激烈的市场竞争中获益。

四、管理分析

2017年5月，公司独立董事叶林任期届满离任，王奋继任独立董事；2018年4月，闫钢军先生、蔺会杰先生因个人原因申请辞去公司独立董事及董事会各专门委员会相关职务，由赵廉慧先生、陈合先生继任为公司独立董事。2017年，公司主要管理制度未发生变更。

总体看，2017年，公司高管及核心技术人员基本保持稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 32.52 亿元，较上年增长 42.70%，主要系运动鞋服业务板块收入增长所致；实现净利润 1.88 亿元，较上年下降 42.40%，主要系公司期间费用增加和资产减值损失增加所致。

2017 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.32%，主营业务仍十分突出。公司于 2016 年第四季度将湖北杰之行体育产业发展股份有限公司（以下简称“杰之行”）、名鞋库网络科技有限公司（以下简称“名鞋库”）及西班牙足球经济公司 The Best Of You Sports,S.A.（以下简称“BOY”）纳入合并报表范围。2017 年开始全年合并杰之行、名鞋库及 BOY 的收入及成本，导致营业收入及营业成本同比变化较大。

从各板块收入来看，2017 年，公司运动鞋服业务版块实现收入 30.47 亿元，较上年增长 37.33%，主要系本年度合并杰之行和名鞋库全年收入所致；招商及代运营业务来源于杰之行和名鞋库，2017 年该业务板块实现收入 1.45 亿元，较上年增长 341.36%；体育经纪业务主要来源于 BOY，2017 年实现收入 0.38 亿元，较上年增长 100.50%。

从毛利率的情况看，2017 年，公司主营业务毛利率 34.06%，较上年下降 6.64 个百分点，主要系运动鞋服毛利率下降所致。具体来看，运动鞋服业务毛利率为 32.76%，较上年下降 7.08 个百分点，主要系杰之行、名鞋库的主要业务是代理其他运动品牌的销售，其毛利率相对贵人鸟品牌业务的毛利率较低，合并全年杰之行、名鞋库业务，使得运动鞋服毛利率较上年进一步下降所致；招商及代运营和体育经纪业务毛利率为 46.61%，较上年下降 18.36 个百分点，主要系本年度全年合并上年第四季新增子公司杰之行、名鞋库的收入及成本[1]所致；体育经纪业务毛利率为 90.28%，较上年下降 8.64 个百分点，主要系本年度全年合并上年度第四季度新增子公司 BOY 的收入及成本，上年四季度球员、教练等转会业务集中，且本年度 BOY 人员所有增加，去年单一四季度毛利率比今年全年高所致，仍处于较高水平。

表 2　2016~2017 年公司主营业务收入、构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运动鞋服	22.19	97.71	39.84	30.47	94.33	32.76
招商及代运营	0.33	1.44	64.97	1.45	4.48	46.61
体育经纪	0.19	0.84	98.92	0.38	1.19	90.28
合计	**22.71**	**100.00**	**40.70**	**32.30**	**100.00**	**34.06**

资料来源：公司年报
注：公司分别于 2016 年 10 月 1 日、2016 年 10 月 1 日和 2016 年 11 月 1 日起将杰之行、BOY 和名鞋库纳入合并范围。

从销售区域来看，2017 年，公司销售区域仍以华东、西南、华中和华北为主，销售收入占比分别为 24.05%、9.24%、38.71%和 11.45%，其中华中地区占比较上年上升 17.76 个百分点，主要系杰之行线下零售区域集中于湖南、湖北所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.33 亿元，较上年同期增长 8.48%；净利润 1.01 亿元，较上年同期增长 6.30%。

总体看，2017 年，由于合并杰之行、名鞋库全年收入，公司主营业务收入有所增长，但受杰之行、名鞋库及 BOY 部分业务毛利率较低影响，公司综合毛利率水平有所下降；销售区域仍以华东、西南、华中和华北为主。

2. 运动鞋服业务

公司运动鞋服品牌运营包括贵人鸟品牌与杰之行和名鞋库，终端市场由传统批发延伸至产品零售，销售渠道囊括线上线下业务，基本实现多品牌、多市场、多渠道的战略布局。

（1）贵人鸟品牌产品业务

2017 年，公司运动鞋服业务收入仍主要来自于贵人鸟品牌收入，2017 年，贵人鸟实现销售收入 17.96 亿元，较上年下降 4.96%，主要系终端店铺减少，经销商订货减少所致；收入占主营业务收入的比重为 55.61%，较上年下降 27.62 个百分点。贵人鸟品牌产业包括鞋、服装和配饰，其中鞋产品以自主生产为主，服装及配饰产品均为外包生产。

原材料采购

原材料采购方面，目前公司原材料采购主要包括鞋面材料、鞋底材料和外协加工服装的采购。

从采购量来看，2017 年，由于销量下滑及公司主动消化库存，公司外协服装采购 979.95 万件，较上年下降 1.55%；鞋底材料采购量为 1,022.8 万双，较上年下降 6.05%；公司鞋面材料采购量为 32.28

[1] 上年单一四季度的冬季鞋服产品单价较高，因此上年单一四季度毛利率比今年全年合并后的毛利率要高。

万米，较上年上升 37.89%，主要系鞋工艺的差异使得原材料使用量有所不同所致。2017 年，公司贵人鸟品牌产品前五大供应商的采购额占采购总额的 10.47%，较上年下降 16.61 个百分点，主要系 17 年合并名鞋库、杰之行全年收入，总采购额较上年变动较大，前五大客户被稀释所致，采购集中度较低。

表 3　2016~2017 年公司贵人鸟品牌产品原材料采购情况

项目	项目	2016 年	2017 年
鞋面材料	采购量（万米）	23.41	32.28
	采购均价（元/米）	49.43	51.94
鞋底材料	采购量（万双）	1,088.70	1,022.8
	采购均价（元/双）	10.95	9.90
外协服装	采购量（万件）	995.40	979.95
	采购成本（元/件）	40.85	40.65

资料来源：公司提供

从采购价格看，2017 年，公司鞋类产品原材料价格均有所波动，其中鞋底材料价格较上年下降 9.59%，外协服装采购价格小幅下降 0.49%，鞋面材料价格较上年增长 5.08%，给公司成本控制带来一定压力。

总体看，由于销量下滑及公司主动消化库存，公司外协服装和鞋底材料采购量有所下降，受工艺影响，鞋面材料采购量大幅增加；外协服装和鞋底材料采购价格有所下降，但鞋面材料价格的增长给公司成本控制带来一定压力。

产品生产及销售

从产品构成来看，2017 年，公司自产鞋类成本较上年上升 2.40%至 52,177.09 万元；其中，直接材料成本为 29,450.50 万元，较上年下降 3.64%，占比较上年下降 3.54 个百分点；直接人工成本为 10,116.28 万元，较上年上升 2.27%，占比较上年变动不大；加工费为 1,511.38 万元，较上年下降 17.63%，占比较上年下降 0.70 个百分点，主要系本年度主推综训系列产品，需委外加工的工艺性鞋产品减少所致；制造费用为 11,098.93 万元，较上年上升 28.06%，占比较上年上升 4.26 个百分点，主要系生产人员职工薪酬增长所致。

表 4　2016~2017 年公司自产鞋类产品成本（单位：万元、%）

项目	2016 年	占比	2017 年	占比
直接材料成本	30,561.95	59.98	29,450.50	56.44
直接人工成本	9,891.45	19.41	10,116.28	19.39
加工费	1,834.90	3.60	1,511.38	2.90
制造费用	8,666.89	17.01	11,098.93	21.27
合计	**50,955.18**	**100.00**	**52,177.09**	**100.00**

资料来源：公司年报

从产能方面看，截至 2017 年底，公司鞋类产品产能为 1,190.00 万双，较年初无变化。

从产销情况看，由于终端店铺的少量减少，2017 年，公司鞋类产量（自产+外协生产）总计 1,042.61 万双，较上年变化不大，产能利用率为 87.61%；鞋类产品销量为 1,094.88 万双，较上年下降 4.42%；服装类产品销量为 1,031.31 万件，较上年下降 2.64%。

从销售价格来看，2017 年，公司鞋类销售均价为 90.80 元/双，较上年下降 3.08%，主要系本年度公司调整销售品类，主推综合训练系列产品，销售单价相对专属类功能性产品降低所致；服装类产品销售均价为 76.02 元/件，基本与上年持平。

表 5　2016~2017 年贵人鸟品牌产品产销情况

项目		2016 年	2017 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00	1,190.00
	自行生产产量（万双）	961.46	943.01
	外协加工/采购产量（万双）	75.70	99.59
	销量（万双）	1,145.46	1,094.88
	销售均价（元/双）	93.69	90.80
	产能利用率（%）	80.79	79.24
	产销率（%）	110.44	105.01
服装类产品	销量（万件）	1,059.24	1,031.31
	销售均价（元/件）	75.24	76.02
	产销率（%）	106.41	105.24

资料来源：公司提供
注：产能为自有产能数据，不足部分由外协加工厂生产，产能利用率仅计算自有产能利用情况，产销率计算含外协加工数量。

从营销网络看，截至2017年底，公司仍保留4家直营店，其余全部采用经销商买断销售模式，即通过与经销商签订年度经销合同，以批发形式向经销商销售公司产品，公司向经销商发货时即可确认收入。2017年，公司继续加大对零售终端的调整，关闭活力不足及盈利能力较差的零售终端，注重平均单店店效的平稳增长，截至2017年底，公司共有零售终端数量达到3,730家，较上年减少376家（2017年新开零售终端503家，关闭零售终端879家）。其中按照城市分级划分，一线城市零售终端427家，二线城市零售终端810家，三线城市零售终端1,495家，四线城市零售终端998家，三、四线城市门店数合计占比66.84%，占比较上年小幅降低，公司营销网络布局仍集中在三、四线城市；按照区域划分，华东930家，西南712家，华中479家，华南317家，东北407家，华北534家，西北351家，公司位于华东和西南区域终端数量合计占比44.02%，占比较上年小幅降低。

从客户集中度来看，2017年，公司贵人鸟品牌产品前五大客户销售收入占营业收入的比例由上年的26.50%下降至22.77%，公司对下游主要销售客户的依赖度不高。

2017年，公司出资2,000万美元收购了PRINCE品牌在中国（含中国大陆、香港、澳门和台湾）及韩国区域商标资产所有权，获得PRINCE品牌产品涉及的核心专利和技术永久免费使用权，并成为PRINCE品牌全球指定供应商，收购完成后新品牌将保持独立运营，以保证新品牌在国内体育用品市场专业性。截至报告出具日，公司完成出资2,000万美元，商标转让程序已在办理中，均已向各地区相关商标登记主管部门提交了转让申请，中国大陆内的全部PRINCE商标转让申请已被大陆商标主管部门受理。

从品牌定位方面看，公司通过定位于运动休闲风格的传统品牌贵人鸟，主要覆盖三线及以下市场；同时通过定位于青少年街头篮球及生活方式的品牌AND1，主要覆盖青少年市场；未来通过定位于专业网球及生活方式的品牌Prince，主要覆盖一二线城市中高消费人群，总体形成差异化的品牌定位，目前AND1、PRINCE尚未进入生产阶段。

总体看，2017年，公司贵人鸟品牌产品产销量小幅下滑；销售网络布局依旧集中在三四线城市；公司收购了PRINCE品牌，公司品牌产品业务逐步形成差异化的定位，但新品牌能否成功运营还存在不确定性。

（2）杰之行运营情况

2017 年，杰之行主营业务仍为多运动品牌零售。

采购模式方面，杰之行仍以期货采购模式为主，现货采购模式为辅。

销售模式方面，杰之行的运动鞋服业务仍包括线下销售、线上销售、分销批发及联营、与当地合作伙伴共同经营店铺零售业务共四种销售模式。2017年，杰之行实现营业收入10.22亿元，毛利率

29.24%，毛利率较上年有所下降；从销售收入贡献看，杰之行以线下销售为主。

2017年，杰之行服装、鞋和配饰类产品销售量均少于进货量，主要系实际销售情况与当年度预期的销量存在一定差异，同时杰之行部分新增直营店的销售氛围尚在培育中，17年末增加了次年春季进货量的备货所致，其中，销售服装164.25万件，鞋154.41万双，配饰52.19万件，从进销比来看，服装进销率达90.70%，鞋进销率达85.74%，配饰进销率达77.02%。

表 6　2017 年杰之行运动鞋服业务运营情况

项目	进货量（件、双）	销售量（件、双）	进销率（%）	销售均价（元/件、元/双）
服装	1,810,930.00	1,642,500.00	90.70	199.00
鞋	1,800,933.00	1,544,093.00	85.74	376.00
配饰	677,617.00	521,883.00	77.02	57.00

资料来源：公司提供

从营销网络看，截至2017年底，杰之行营销网络覆盖湖北、湖南、安徽、江西，零售终端数量达330家，较上年增加29家；按照门店类型划分，集合店56家，专卖店136家，店中店124家，运动城店14家。

总体看，2017年，杰之行的销售模式较为多样，进销比有待提升；销售终端数量有所增加，毛利率较上年降低。

（3）名鞋库运营情况

2017年，公司为进一步推动公司对运动鞋服线上渠道的布局，公司出资36,750万元收购名鞋库剩余的49%股权，成为其唯一股东。

名鞋库的主要经营模式仍为电商平台自营模式。2017年，与杰之行类似，名鞋库服装和鞋类产品销售量均小于进货量，主要系零售行业的备货是按终端的预测进行，存在一定偏差所致；名鞋库服装进销率达92.26%，鞋进销率达96.49%，配饰进销率超过100%达到115.14%，主要系消化上年库存所致，整体进销率较高。名鞋库运动鞋服业务实现营业收入4.29亿元，毛利率25.03%，低于贵人鸟品牌产品和杰之行运动鞋服业务的毛利率水平。

表 7　2017 年名鞋库运动鞋服业务运营情况

项目	进货量（双、件）	销售量（双、件）	进销率（%）	销售均价（元/双、元/件）
服装	586,520.00	541,152.00	92.26	165.23
鞋	874,643.00	843,950.00	96.49	299.29
配饰	48,941.00	56,353.00	115.14	108.03

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司成为名鞋库的唯一股东；名鞋库通过电商平台自营模式实现销售收入，进销率较高。

3. 招商及代运营业务

公司招商及代运营业务的经营主体是杰之行和名鞋库。2017年，杰之行仍将终端门店部分面积以扣点模式交由其他体育品牌进行经营，名鞋库仍为体育品牌商提供电子商务业务代运营服务并收取服务费的形式形成盈利。

2017年，杰之行招商业务实现营业收入0.64亿元，毛利率22.08%；2017年，名鞋库代运营业务实现营业收入0.81亿元，毛利率66.04%，处于较高水平。

总体看，该业务板块规模较小，对公司收入及利润贡献程度有限。

4. 体育经纪业务

2017年，BOY通过与外部专业篮球经纪公司合作，获得与来自南美、欧洲及美国多名专业篮球运动员的合作机会，将业务进一步延伸至篮球领域。BOY成功完成两名球员在本土西甲的转会业务，将3名欧洲及南美球员引入亚洲市场，并拟将业务市场拓展至巴西。

2017年，BOY实现营业收入0.38亿元，毛利率90.28%，毛利率高主要系体育经纪服务的主营业务成本构成简单，主要来源于人工成本，BOY运营及市场人员数量较小，人工成本较低；实现净利润633.97万元。

总体看，体育经纪业务作为公司体育产业布局的有效补充，毛利率水平较高；BOY主要业务在海外经营，存在一定的管理风险。

5. 经营效率

从经营效率看，2017年，公司总资产周转率由上年的0.36次上升至0.42次；公司应收账款周转率由上年的1.41次上升至1.77次，主要系本期收到部分经销商回款且采用应收票据方式结算增多所致；公司存货周转率由上年的3.99次上升至4.30次。

总体看，2017年，公司经营效率小幅提高。

6. 经营关注

（1）公司体育产业运营经验和人才储备不足，战略转型存在一定不确定性

公司正在推动由“传统运动鞋服行业经营”向“以体育服饰用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团”的战略转型，体育产业发展前景广阔，但目前我国体育产业尚不成熟，缺少盈利模式相对清晰的项目，公司虽从事运动鞋服生产销售多年，但公司在体育产业运营经验和人才储备上尚不充足，累计体育产业投资资金支出较大，公司战略转型存在一定的不确定性。

（2）原材料价格波动和劳动力成本上升，公司成本控制压力加大

运动鞋服产品的主要原材料包括化工材料、合成皮革与纺织材料等，受能源、棉花价格波动影响较大，原材料价格存在一定的不确定性。同时，劳动力成本在鞋服产品成本中占有较高的比重。近年来，我国劳动力成本持续上升，对公司成本控制带来一定的压力。

（3）运动鞋服行业市场竞争激烈，公司核心竞争力仍需提高

我国运动鞋服行业竞争激烈，在品牌、销售渠道、研发及价格等方面均有所体现。公司竞争对手既有耐克和阿迪达斯等国际品牌，也有安踏、特步及 361 度等国内运动品牌，同时还面临优衣库、HM 等快时尚品牌的竞争。公司目前在品牌形象、产品设计及渠道建设方面都受到同行业的激烈竞争，2017 年，自有品牌鞋服销量均有下滑，公司核心竞争力仍需进一步提高。

（4）公司批发销售的模式可能使销售业绩受到不利影响

公司贵人鸟品牌业务每年与经销商签订区域经销合同，设定销售目标，经销商可通过自由零售终端或向其下属零售运营商销售公司产品。该模式有利于快速拓展营销网络及提高市场占有率，但如果经销合同到期后经销商不续约，或者经销商无法按计划完成销售目标，公司的销售业绩将受到不利影响。

（5）新品牌培育风险

AND1 品牌为国际知名篮球品牌，PRINCE 品牌为国际知名网球装备品牌，公司全新品牌在国际市场均有知名度。虽然 AND1、PRINCE 的业务与目前贵人鸟的业务类似，但对公司来说是全新的品牌，同时中国消费者对新品牌的认知和接受还需要一定的时间，公司能否成功运营还存在不确

定性。新品牌的培育需要一定资金支持，如果未来未能按既定战略运营，或管理不当，造成运营效果不达预期，公司可能面临业绩下滑风险。

7. 未来发展

公司将继续推动由“传统运动鞋服行业经营”向“以体育服装用品制造为基础，多种体育产业形态协调发展的体育产业化集团”的战略升级，充分利用自身资本市场平台，以体育服饰制造为基础，以群众体育和全民健身为方向，积极寻找盈利模式清晰的并购标的进行资源整合。

在运动鞋服行业方面，以贵人鸟品牌为基础，以运动项目为核心，以国际专业运动品牌为标的，积极拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司。

在体育产业方面，以参与人数巨大、消费潜力巨大、发展空间巨大的运动项目为核心，以运动项目爱好者的消费热点为投资布局，以专业赛事为引导，以群体赛事、活动为推动，以体育用品消费为基础，做大做强体育产业。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，主要系 2017 年内公司及其关联方存在对经销商提供资金支持，主要用于经销商偿还到期金融机构债务和兑付到期商业承兑汇票，截至 2017 年底，贵人鸟公司对经销商的资金支持余额为 0.90 亿元，账龄全部在 1 年以内，截至 2018 年 3 月底，上述资金支持均已收回。2018 年 1~3 月合并财务报表未经审计

2017 年 5 月，财政部发布了《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会[2017]15 号），修订了《企业会计准则第 16 号——政府补助》，公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至新政府准则施行日之间新增的政府补助根据新政府补助准则进行调整，会计期间的财务报表不进行追溯调整。本次会计政策变更仅对财务报表项目列示产生影响，对公司当期损益、总资产和净资产不产生影响，且不涉及对以前年度损益的追溯调整。

从合并范围变化来看，2017 年，公司新设 3 家子公司，注销 1 家子公司；2018 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 32 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模影响不大，公司主营业务未发生变化，因此财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 75.83 亿元，负债合计 49.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 26.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 23.27 亿元。2017 年，公司实现营业收入 32.52 亿元，净利润（含少数股东损益）1.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 77.35 亿元，负债合计 50.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 27.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.11 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.33 亿元，净利润（含少数股东损益）1.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.89 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 75.83 亿元，较年初下降 4.06%，流动资产规模有所下降，非流动资产规模有所增加。其中，流动资产占 54.10%，较年初下降 8.75 个百分点；非流动资产占 45.90%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 41.02 亿元，较年初下降 17.42%，主要系货币资金及应收账款减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 18.20%）、应收票据（占比 8.91%）、应收账款（占 41.07%）、存货（占 12.00%）和其他流动资产（占 12.54%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 7.47 亿元，较年初下降 46.35%，主要系 2016 年发行企业债券及银行长期借款在 2017 年集中偿还所致；主要由银行存款（占 82.80%）和其他货币资金（占 17.19%）构成，其余为库存现金（占 0.01%）。公司货币资金中使用受限资金占 34.09%，主要系质押的定期存款、保函保证金、承兑汇票保证金、借款保证金，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 16.85 亿元，较年初下降 7.88%，主要系本期收到部分经销商回款且经销商采用票据结算增加所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.53%，其中账龄在一年以内的占账面余额 94.84%，账龄较短，累计计提坏账准备 0.51 亿元，计提比例 2.93%；截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的 19.78%，公司应收账款客户集中度一般。如果经销商出现支付困难，公司将面临坏账损失风险。

截至 2017 年底，公司应收票据 3.65 亿元，较年初增长 81.48%，主要系本期经销商采用票据结算增加所致，全部为商业承兑汇票。若下游客户发生信用风险，公司商业承兑票据可能发生一定回收风险。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 4.92 亿元，较年初增长 3.76%，存货的增长主要来源于杰之行及名鞋库。公司存货主要由库存商品（占 86.60%）、在产品（占 4.76%）和原材料（占 2.88%）构成。公司分别对原材料和库存商品计提跌价准备 127.68 万元和 994.38 万元，计提比例为 2.40%。考虑到公司产品市场竞争激烈，存在一定的存货跌价风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 5.14 亿元，较年初变化不大。公司其他流动资产主要为购买的理财产品。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 34.81 亿元，较年初增长 18.54%，主要系长期股权投资和在建工程等增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 28.92%）、长期股权投资（占 8.49%）、固定资产（占 23.16%）、在建工程（占比 11.10%）和商誉（占 16.51%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 10.07 亿元，较年初增长 7.53%，主要系增加对上海竞动域投资中心（有限合伙）和克禧乔(上海)投资管理有限公司等的投资所致。公司可供出售金融资产全部按成本计量，截至 2017 年底，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 2.95 亿元，较年初大幅增长 88.70%，主要系增加对湖北胜道体育用品有限公司的投资所致。公司长期股权投资按权益法确认投资收益，2017 年确认投资收益 -0.11 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 8.06 亿元，较年初增长 16.14%，主要系本期购置部分商铺所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 92.14%）和机器设备（占 4.70%）构成；累计计提折旧 3.21 亿元，固定资产成新率 71.69%，成新率尚可；受限资产为 4.26 亿元，占固定资产账面价值的 52.90%，主要系贷款抵押所致，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司在建工程 3.86 亿元，较年初增长 188.04%，主要系内坑工业园项目投资增加所致。

截至 2017 年底，公司商誉 5.74 亿元，主要系溢价收购杰之行、名鞋库和 BOY 所致，较上年未发生变化；若因宏观经济环境的恶化或被收购公司的经营出现风险，相关收购形成的商誉将对公司年度经营业绩产生不利影响。

截至 2017 年底，公司受限资产金额合计 7.40 亿元，占总资产的比例为 9.76%，受限比例较低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 77.35 亿元，较年初增长 2.01%，其中流动资产占 54.17%，非流动资产占 45.83%，资产结构较年初变动不大，公司资产仍以流动资产为主。

总体看，截至 2017 年底，受货币资金及应收账款减少影响，公司资产规模较年初有所下降，资产结构仍以流动资产为主；公司流动资产中，应收账款和存货占比较高，存在一定应收账款坏账风险及且存货跌价风险，且对公司资金形成较大的占用；公司非流动资产中可供出售金融资产和商誉占比较高，固定资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 49.56 亿元，较年初增长 3.44%。其中，流动负债占 70.50%，较年初上升 6.05 个百分点，非流动负债占 29.50%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 34.94 亿元，较年初增长 13.15%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 35.28%）、应付账款（占 15.74%）、一年内到期的非流动负债（占比 5.84%）和其他流动负债（占 34.29%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 12.32 亿元，较年初增长 2.50%；其中质押借款、抵押借款、保证借款和抵押及保证借款占比分别为 10.77%、5.23%、32.54%和 50.52%。

公司应付账款主要为货款、广告费和长期资产采购等款项。截至 2017 年底，公司应付账款 5.50 亿元，较年初增长 2.27%。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 2.04 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 11.98 亿元，较年初增长 19.94%，主要系公司发行较多期超短期融资债券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 14.62 亿元，较年初下降 14.16%，主要系长期借款和应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 20.93%）和应付债券（占 78.10%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 3.06 亿元，较年初下降 22.11%，主要系上年为收购杰之行、名鞋库获得的并购借款较多所致。公司长期借款主要由质押借款（占 69.18%）、抵押借款（占比 16.89%）和保证借款（占 13.93%）构成。偿还期限上来看，其中 1~2 年内到期的占比 78.38%，2 年以上到期的占比 21.62%，近两年存在一定集中偿还的压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 11.42 亿元，较年初下降 11.83%，主要系公司于 2014 年发行的“14 贵人鸟”（8.00 亿元）本期完成回售事项所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 41.51 亿元，较年初增长 3.05%；其中短期债务占 65.12%，长期债务占 34.88%，短期债务占比较年初上升 7.02 个百分点，债务结构有待调整。截至 2017 年底，公司短期债务 27.04 亿元，较年初增长 15.51%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 14.48 亿元，较年初下降 14.23%，主要系长期借款和应付债券减少所致。主要受公司资产及净资产规模下降影响，截至 2017 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

较年初上升 4.74 个百分点、上升 4.84 个百分点和上升 0.37 个百分点至 65.36%、61.25%和 35.53%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 50.08 亿元，较年初增长 1.05%，其中流动负债占比 72.18%，非流动负债占比 27.82%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务总额 4288 亿元，其中短期债务 29.09 亿元，长期债务 13.79 亿元，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 64.74%、61.13%和 33.58%，较年初变化不大。

总体看，截至 2017 年底，公司负债规模较年初变化不大，仍以流动负债为主；债务负担有所加重，以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 26.27 亿元，较年初下降 15.62%，主要系本期收购合并范围内子公司股权所支付的对价与购买日获得的可辨认净资产差额较大所致使得资本公积下降[2]及未分配利润减少所致；其中归属于母公司所有者权益 23.27 亿元，较年初减少 16.53%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 88.60%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 27.01%、39.51%和 24.10%，资本公积全部来自于资本溢价（股本溢价），所有者权益结构稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 27.27 亿元，较年初增长 3.82%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，截至 2017 年底，公司所有者权益规模受资本公积及未分配利润影响而有所下降，权益结构稳定性较好。

4. *盈利能力*

2017 年，公司实现营业收入 32.52 亿元，较上年增长 42.70%，主要系本年度全年合并杰之行、名鞋库和 BOY 所致；实现营业利润 2.55 亿元，较上年减少 33.50%；实现净利润 1.88 亿元，较上年减少 42.40%，主要系公司期间费用增加和资产减值损失增加所致；归属于母公司所有者的净利润 1.57 亿元。

从期间费用看，2017 年，公司费用总额 8.52 亿元，较上年增长 66.39%，主要系本年度全年合并杰之行、名鞋库和 BOY 所致。其中，销售费用 3.85 亿元，较上年增长 89.27%，主要系杰之行本期末直营终端数量较上年度末净增加 27 家，相关店铺租赁费用及人工成本等运营费用较高所致；管理费用 2.39 亿元，较上年增长 52.30%，除全年合并上年度新增子公司因素外，主要系公司将全新 AND1 及 PRINCE 品牌运营中心迁入上海，一线城市的人工及办公成本较高，此外，资本项目产生的中介机构费用，及对贵人鸟及全新品牌研发的投入，综合导致管理费用上涨所致；财务费用 2.28 亿元，较上年增长 50.28%，除全年合并上年度新增子公司因素外，主要系公司利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比为 26.20%，较上年上升 3.75 个百分点，期间费用对公司利润存在显著侵蚀，公司费用控制能力有待提高。

2017 年，公司资产减值损失 0.55 亿元，主要系对应收票据按照应收账款账龄风险组合计提了相应比例的坏账准备，导致发生坏账损失 0.47 亿元，对存货计提跌价损失 0.09 亿元所致。公司资产减值损失对公司营业利润造成一定侵蚀。2017 年，公司其他收益 0.47 亿元，主要系政府补助。公司政府补助主要为政府奖励扶持资金、股权投资奖励金、企业扶助资金等，可持续性较弱。2017 年，公司其他收益占营业利润的比重为 18.29%，公司其他收益对营业利润贡献较大。

[2] 收购控股子公司名鞋库少数股东股权及对 BOY 增资，根据《企业会计准则》相关规定，资本公积、未分配利润有所冲减，冲减金额为本次用于取得股权支付的对价与新享有子公司自购买日持续计算可辨认净资产份额的差额，其中，收购名鞋库少数股东股权，合并层面冲减资本公积 28,672.41 万元；对 BOY 的增资，合并层面冲减未分配利润 5,125.02 万元，导致归属上市公司股东净资产有所下降。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 33.44%，较上年下降 6.08 个百分点，主要系杰之行、名鞋库营业利润率较贵人鸟品牌低，而本期其收入占比增长所致；受利润规模下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2016 年均有不同程度的下滑，分别从 8.46%、9.34%和 11.86%下滑至 6.00%、6.37%和 6.54%，公司盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.33 亿元，较上年同期增长 8.48%；净利润 1.01 亿元，较上年同期增长 6.30%。

总体看，受益于合并杰之行、名鞋库和 BOY 全年收入影响，公司收入规模有所提升；由于期间费用增长及资产减值损失的增加，公司整体盈利能力有所减弱，费用控制能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入为 39.68 亿元，较上年增长 82.89%，主要系全年度合并杰之行、名鞋库及 BOY 经营活动产生的现金净流入，同时贵人鸟经销商回款，以及收到杰之行少数权益股东因合并杰之行之前的资金占用款所致。经营活动现金流出为 33.34 亿元，较上年增长 72.46%，主要系全年度合并杰之行、名鞋库及 BOY 经营活动产生的现金净流出所致。经营活动产生的现金流量净额为 6.33 亿元，较上年增加 168.32%。2017 年，公司现金收入比为 108.56%，较上年上升 15.19 个百分点，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入为 11.35 亿元，较上年增加 57.91%，主要收回理财投资及部分股权转让款收到的现金规模增加所致；投资活动现金流出为 21.28 亿元，较上年增长 4.49%；投资活动产生的现金流量净额为-9.92 亿元，净流出规模较上年下降 24.68%。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入为 42.56 亿元，较上年增长 8.44%，主要系取得短期借款增加所致；筹资活动现金流出为 45.43 亿元，较上年大幅增长 69.14%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-2.87 亿元，由净流入转为净流出，主要因 2016 年收到非公开发行募集资金 3.83 亿元，且 2017 年债券兑付情况比较集中，以及其他银行借款的还本付息较 2016 年增长所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 2.76 亿元；投资活动现金净流出 1.03 亿元；筹资活动净流入 0.16 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流入有所增加，收入实现质量有所提升；投资活动现金流仍为净流出，但流出规模有所下降；公司经营活动产生的现金不能满足投资活动需求，未来随着对体育产业投资规模的增加，对外融资需求可能增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，由于流动资产的减少与流动负债规模增长，公司流动比率由年初的 1.61 倍下降至 1.17 倍，速动比率由年初的 1.46 倍下降至 1.03 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所下降；公司现金短期债务比由 0.68 倍下降至 0.41 倍，现金类资产对短期债务的保障能力减弱。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.04 亿元，较上年下降 10.47%，主要系利润总额减少所致；公司 EBITDA 由折旧（占 9.25%）、摊销（占 9.09%）、计入财务费用的利息支出（占 38.07%）和利润总额（占 43.58%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 4.18 倍下降 2.63 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.17 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力均较上年有所减弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额合计 30.17 亿元，其中未使用额度 14.21 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司无对外担保事项，无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1035058200003120Z），截至 2018 年 5 月 4 日，公司已结清和未结清信贷业务中，无不良和关注类记录，过往债务履约情况良好。

总体看，2017 年，公司债务负担有所加重，整体盈利能力有所减弱，偿债能力有所减弱。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 10.09 亿元，约为“14 贵人鸟”本金（6.47 亿元）的 1.56 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 27.27 亿元，约为债券本金（6.47 亿元）的 4.21 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 贵人鸟”本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.04 亿元，约为债券本金（6.47 亿元）的 0.93 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动产生的现金流入 39.68 亿元，约为债券本金（6.47 亿元）的 6.13 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名的运动鞋服生产企业之一，在经营规模和行业地位等方面具有的优势，公司对“14 贵人鸟”的偿还能力很强。

八、综合评价

2017 年，贵人鸟合并湖北杰之行体育产业发展股份有限公司（以下简称“杰之行”）、名鞋库网络科技有限公司（以下简称“名鞋库”）全年销售收入，公司收入规模有所增长；体育产业布局初见成效。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司盈利能力有所下降，应收账款对资金占用较大且存在一定回收风险，期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将积极实现由传统运动鞋服经营向体育产业运营的战略升级，通过对新品牌的培育逐步完善差异化的品牌定位，公司多品牌、多市场、多渠道的协同优势有望显现，公司未来盈利能力有望保持稳定。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 贵人鸟”的债项信用评级为“AA”。

附件 1　贵人鸟股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	79.04	75.83	77.35
所有者权益（亿元）	31.13	26.27	27.27
短期债务（亿元）	23.41	27.04	29.09
长期债务（亿元）	16.88	14.48	13.79
全部债务（亿元）	40.29	41.51	42.88
营业收入（亿元）	22.79	32.52	8.33
净利润（亿元）	3.26	1.88	1.01
EBITDA（亿元）	6.74	6.04	--
经营性净现金流（亿元）	2.36	6.33	2.76
应收账款周转次数（次）	1.41	1.77	--
存货周转次数（次）	3.99	4.30	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.42	0.11
现金收入比率（%）	93.37	108.56	129.77
总资本收益率（%）	8.46	6.00	--
总资产报酬率（%）	9.34	6.37	--
净资产收益率（%）	11.86	6.54	--
营业利润率（%）	39.52	33.44	35.51
费用收入比（%）	22.47	26.20	26.90
资产负债率（%）	60.62	65.36	64.74
全部债务资本化比率（%）	56.41	61.25	61.13
长期债务资本化比率（%）	35.16	35.53	33.58
EBITDA 利息倍数（倍）	4.18	2.63	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.15	--
流动比率（倍）	1.61	1.17	1.16
速动比率（倍）	1.46	1.03	1.02
现金短期债务比（倍）	0.68	0.41	0.35
经营现金流动负债比率（%）	7.64	18.13	7.65
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.84	0.93	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2018 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、其他流动负债已调整至短期债务指标核算。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。