跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1518 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：

二〇一九年 六 月 十 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 2019 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：列入评级观察

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	2019 年 1 月 31 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	75.83	47.53	48.36
所有者权益（亿元）	26.27	15.30	16.18
长期债务（亿元）	14.48	0.24	0.24
全部债务（亿元）	41.51	24.57	23.47
营业收入（亿元）	32.52	28.12	5.22
净利润（亿元）	1.88	-6.94	0.14
EBITDA（亿元）	6.04	-2.79	--
经营性净现金流（亿元）	6.33	5.59	0.76
营业利润率（%）	33.44	27.70	32.59
净资产收益率（%）	6.54	-33.37	--
资产负债率（%）	65.36	67.81	66.54
全部债务资本化比率（%）	61.25	61.62	59.19
流动比率（倍）	1.17	0.77	0.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	-0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	-1.21	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.93	-0.43	--

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、2019 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、其他流动负债和其他应付款中相关债务已调整至短期债务指标核算。

评级观点

跟踪期内，贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）受加盟代理店铺关店数量大幅增加、公司回购部分销售渠道等影响，公司主要产品产销量和销售价格均大幅下降，导致公司销售收入和销售毛利率水平均大幅下降；加之公司对商誉和存货计提资产减值损失以及确认湖北杰之行体育产业发展股份有限公司（以下简称“杰之行”）的投资损失，公司净利润出现大额亏损，盈利能力和整体偿债能力均大幅下降。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司资产规模和净资产规模较年初大幅下降、控股股东持有股票全部质押或冻结、大额应收账款和存货对资金占用严重且存在减值风险、期间费用对营业利润侵蚀非常严重以及整体债务负担很重且集中偿付压力很大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将回归主业，加强和互联网电商平台合作，通过对新品牌的培育逐步完善差异化的品牌定位，但短期内受债务集中偿付及市场竞争激烈等因素影响，公司业绩仍将承压。

综上，联合评级下调公司的主体长期信用评级为 AA-，将主体及“14 贵人鸟”移出可能下调信用等级的评级观察名单，评级展望调整为“稳定”；同时下调“14 贵人鸟”的债项信用评级为 AA-。

优势

1．2018 年，公司通过对新品牌的培育，逐步完善差异化的品牌定位，公司收入实现质量有所提升，经营活动现金流保持净流入状态。

2．公司调整销售模式，加大力度拓展直营店模式，直营店数量大幅增长，批发收入依赖减少。

关注

1．贵人鸟品牌加盟店铺大幅减少，原材料成本控制压力加大，同时公司回购部分销售渠道，给与经销商销售返利，导致销售费用大幅增加，公司盈利能力大幅下降，净利润出现亏损。

2．公司转让杰之行 50.01%的股权造成公司投资损失 1.12 亿元；对收购名鞋库产生的商誉计提的减值准备 0.93 亿元；期末存货大幅增加，计提的存货跌价准备 0.64 亿元，对公司利润亏损产生很大影响。

3．公司新品牌的培育需要一定资金支出，目前公司现金周转较为紧张。

4．受集中偿还债务影响，公司资产规模较年初大幅下降；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；大额存货仍存在跌价风险；公司期间费用和资产减值损失对利润侵蚀非常严重；公司所有者权益受亏损影响而大幅下降。

5．公司控股股东所持股份全部质押；公司到期债务集中偿付压力很大，面临很大的流动性压力。

分析师

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

李　彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@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：

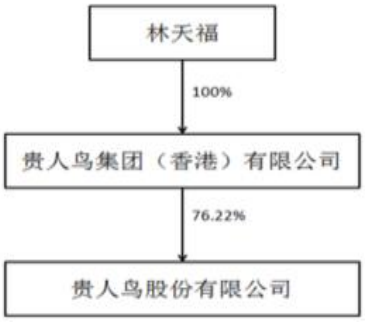
联合信用评级有限公司

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2018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100.00%，质押比例非常高）。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2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年底，公司经营范围未发生变更。

截至2018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，较上年下降22.40%。

截至2018年底，公司合并资产总额47.53亿元，负债合计32.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计15.30亿元，其中归属于母公司所有者权益为15.30亿元。2018年，公司实现营业收入28.12亿元，净利润（含少数股东损益）-6.94亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-6.86亿元；经营活动产生的现金流量净额5.59亿元，现金及现金等价物净增加额-4.56亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额48.36亿元，负债合计32.18亿元，所有者权益（含少

数股东权益）合计 16.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.16 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.22 亿元，净利润（含少数股东损益）0.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.09 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、债券概况及募集资金使用情况

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，公司实施了本次债券的回售工作，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，本次债券余额 6.47 亿元。公司已于 2018 年 12 月 4 日支付当期利息。

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

1．行业概况

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，2018 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，2018 年我国社会消费品零售总额达 38.10 万亿元，同比增长 8.98%；服装类零售额 9,870.41 亿元，同比增长 8.55%。

原材料方面，2018 年，国内棉花价格整体呈震荡走势，5 月由于新疆棉区受灾引发供应恐慌，在市场炒作之下，国内 328 棉花价格由 5 月初的 15,451 元/吨上涨至 6 月初的 16,900 元/吨，直到 6 月份相关保供应政策出台才得以控制，随之棉花价格逐渐下调；7 月以来，中美贸易摩擦逐渐升温，市场对未来棉花走势忧虑氛围渐浓，棉花价格持续下跌，截至 2018 年底已跌至 15,375 元/吨。国际棉价方面，2018 年，外棉价格震荡下降，由年初的 89.35 美分/磅将至年底的 80.80 美分/磅。

图2 近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨、美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，2018年，我国服装出口止跌回升，服装及衣着附件出口额1,576.33亿美元，同比增长0.30%，其中纺织服装出口表现优于梭织服装，我国针织服装及衣着附件出口733.35亿美元，同比增长2.1%，梭织服装及衣着附件出口713.02亿美元，同比下降2.9%；纺织纱线、织物及制品出口金额1,190.98亿美元，同比增长8.10%，纺织品外需市场回暖显著。

从盈利状况上看，2018年，我国服装行业规模以上企业14,827家，累计实现主营业务收入17,106.57亿元，同比增长4.07%；利润总额1,006.75亿元，同比增长10.84%，行业盈利能力和资金周转效率比上年有所提升。

总体看，2018年，国内纺织服装市场需求较上年小幅增长，国内棉花价格波动较大，服装出口止跌回升，行业盈利能力有所提升。

2．行业关注

在节能环保方面，国家淘汰落后生产能力和减少污染物排放总量等方面的要求和标准提高，纺织企业面临资金短缺、技术支撑不足及综合成本增加等多重压力，节能减排水平提升受到制约。2018年1月1日起，《环境保护税法》开始施行，行业环保压力更加突出，特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，发展形势更为严峻。

出口方面，我国是世界上最大的纺织品服装出口国，同时，纺织品服装出口也是我国贸易出口的重要组成。纺织品服装出口在我国对外贸易总额中的占比维持在13%左右的水平。在中国纺织品服装出口前10大市场中，美国占第一位，中国和美国在纺织品服装贸易上有巨大贸易顺差。目前受中美贸易摩擦影响，美国对我国部分纺织品征收25%的关税，这些产品的关税若提升至45%将对出口带来较大影响。

面对原材料、用工等要素价格以及融资、渠道费用持续上升，我国纺织品服装制造比较优势减弱，以核心技术、品牌为主的竞争优势尚待培育，订单持续向周边国家转移。中西部地区承接产业转移放缓，信息化与传统产业融合尚待推进，中小企业受资金、技术、人才等制约，经营困难加大，调整升级任务紧迫。同时由于受到全球性金融危机的影响，各主要国家贸易保护主义倾向加剧，纷纷以环保法案、反倾销、反补贴、高昂检测和注册费用等手段设置贸易壁垒以保护本国产业。

总体看，预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织服装行业将继续受到节能环保、调整转型

等多方压力，纺织品服装出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

3．行业发展

根据工业和信息化部编制的《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了指导。

随着中国居民收入的增长促使消费能力不断提高，按照发达国家经验，人均收入超过 3,000 美元消费将进入新的提升阶段。考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差异，城镇化的进程将催生大量的服装消费需求。但目前中国品牌服装与大量加工企业相比仍处于成长阶段，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，规模扩张仍是当前品牌服装企业发展的主流。随着经济发展、消费升级、新零售全渠道融合，消费者对品牌服饰的青睐将成为必然趋势，这也将促使国内纺织服装行业由制造加工业型向技术创新、品牌零售转变。

总体看，未来纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

四、管理分析

公司于2018年12月27日召开2018年第四次临时股东大会，会议审议通过《关于调整董事会人数暨修改<公司章程>的议案》，公司董事会成员人数由11人调减为7人，其中非独立董事人数由7人调减为4人，独立董事人数由4人调减为3人。董事会于当日同步收到部分董事及高级管理人员的《辞职报告》。具体情况如下：

林涛先生辞去公司独立董事及董事会各专业委员会相关职务，程杭先生辞去公司董事职务，李志平先生辞去公司董事、财务总监职务；林思萍先生辞去公司董事职务，辞职后仍担任公司副总经理职务。

此外，闫钢军、蔺会杰因个人原因辞去独立董事职务，选举赵廉慧、陈合继任该职务。2018年，公司主要管理制度未发生变更。

总体看，2018年，公司部分高管及核心技术人员发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司实现营业收入 28.12 亿元，较上年下降 13.52%，主要系运动鞋服业务板块收入减少所致；实现净利润-6.94 亿元，亏损主要系贵人鸟自主品牌销售收入下降，公司回购部分市场销售渠道及给予经销商的销售返利使得销售费用大幅增加，同时叠加投资损失，计提各类减值准备等所致。

2018 年，公司主营业务收入占营业收入的 98.40%，主营业务仍十分突出。由于股权转让，2018 年 12 月末，公司不再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”）纳入合并报表范围；由于西班牙足球经纪公司 The Best Of You Sports,S.A.（以下简称“BOY”）董事会席位改选，

公司向 BOY 委派的董事人数由 4 人降至 2 人，自 2018 年 11 月 1 日起，公司不再将 BOY 纳入合并报表范围。综上，杰之行、BOY 公司 2018 年度的资产负债表不再纳入公司合并报表范围内。而公司合并利润表、现金流量表合并范围仍包含杰之行 2018 年全年及 BOY 公司 2018 年 1~10 月末的利润情况和现金流情况。

从各板块收入来看，2018 年，公司运动鞋服业务板块实现收入 25.45 亿元，较上年下降 16.48%，主要系贵人鸟品牌收入下降所致，占比 91.96%；招商及代运营业务来源于杰之行和名鞋库，2018 年该业务板块实现收入 1.82 亿元，较上年增长 25.52%，主要系名鞋库收入增长所致，占比 6.95%；体育经纪业务主要来源于 BOY，2018 年实现收入 0.40 亿元，较上年增长 5.26%，占比 1.45%。

从毛利率的情况看，2018 年，公司主营业务毛利率 28.53%，较上年下降 5.53 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 26.18%，较上年下降 6.58 个百分点，主要系公司原材料成本上涨，自主品牌产品产量的下降导致单位产品分摊的固定资产成本上升，单位产品毛利下降所致；招商及代运营和体育经纪业务毛利率为 47.67%，较上年变化不大；体育经纪业务毛利率为 90.43%，较上年变化不大。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入、构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运动鞋服	30.47	94.33	32.76	25.45	91.96	26.18
招商及代运营	1.45	4.48	46.61	1.82	6.59	47.67
体育经纪	0.38	1.19	90.28	0.40	1.45	90.43
合计	**32.30**	**100.00**	**34.06**	**27.67**	**100.00**	**28.53**

资料来源：公司年报

从销售区域来看，2018 年，公司销售区域仍以华中、华东和华北为主，销售收入占比分别为 50.01%、15.80%和 9.07%，其中华中地区占比较上年上升 25.96 个百分点，主要系贵人鸟主品牌收入下降，杰之行收入占比增长所致，存在一定区域集中风险。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.22 亿元，较上年同期下降 32.09%，主要系 2018 年底处置部分子公司所致；净利润 0.14 亿元，较上年同期下降 85.60%。

总体看，2018 年，公司主营业务收入有所下降，受运动鞋服业务毛利率降低影响，公司综合毛利率水平有所下降；销售区域仍以华中、华东和华北为主。

2．运动鞋服业务

（1）贵人鸟品牌产品业务

2018 年，公司运动鞋服业务收入仍主要来自于贵人鸟品牌收入，2018 年，贵人鸟品牌实现销售收入 10.55 亿元[1]，较上年下降 41.26%，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 39.57%，较上年下降 16.03 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，2018 年，由于销量下滑，公司外协服装采购 946.58 万件，较上年下降 3.41%；

[1] 运动鞋服各品牌收入均为未抵消数据，因此各品牌合计数和主营业务收入中运动鞋服总收入有差异。

鞋底材料采购量为 698.42 万双，较上年下降 31.71%；公司鞋面材料采购量为 22.90 万米，较上年下降 29.06%。

表 2　2017~2018 年公司贵人鸟品牌产品原材料采购情况

项目	项目	2017 年	2018 年
鞋面材料	采购量（万米）	32.28	22.90
	采购均价（元/米）	51.94	42.15
鞋底材料	采购量（万双）	1,022.8	698.42
	采购均价（元/双）	9.90	10.43
外协服装	采购量（万件）	979.95	946.58
	采购均价（元/件）	40.65	44.99

资料来源：公司提供

从采购价格看，2018 年，公司鞋类产品原材料价格存在一定波动，其中鞋面材料价格较上年下降 18.85%；鞋底材料价格较上年增长 5.35%，外协服装采购价格较上年增长 10.68%，给公司成本控制带来一定压力。

2018 年，公司贵人鸟品牌前五大采购供应商采购额 2.31 亿元，占贵人鸟品牌年度采购总额的 29.92%，较上年变化不大。

总体看，2018 年，由于销量下滑，公司贵人鸟品牌原材料采购量有所下降；外协服装和鞋底材料采购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

从产品成本构成来看，2018 年，公司自产鞋类成本较上年上升 0.52%至 52,446.51 万元；其中，直接材料成本、直接人工成本较上年小幅下降，主要系当年生产量减少所致；加工费较上年增长 47.79%，主要系 2018 年度委外加工占比增加所致；制造费用较上年增长 5.80%，主要系后勤管理人员薪酬增长所致。

表 3　2017~2018 年公司贵人鸟品牌自产鞋类产品成本（单位：万元、%）

项目	2017 年	占比	2018 年	占比
直接材料成本	29,450.50	56.44	28,724.49	54.77
直接人工成本	10,116.28	19.39	9,746.14	18.58
加工费	1,511.38	2.90	2,233.68	4.26
制造费用	11,098.93	21.27	11,742.21	22.39
合计	**52,177.09**	**100.00**	**52,446.51**	**100.00**

资料来源：公司年报

2018 年 8 月 29 日，经公司三届董事会第十四次会议审议通过《关于优化销售模式暨在各区域设立分公司的议案》，公司调整贵人鸟品牌业务销售模式，加大拓展直营店（含纯直营销售和类直营销售）模式。直营店模式包含纯直营销售模式和类直营销售模式。其中纯直营销售模式系由公司自行开设的独立店铺，直接面对消费者进行销售，由公司负责店铺管理工作并承担管理费用。类直营销售模式系公司采取自营与加盟相结合的类直营管理模式与加盟商结为利益共同体，加盟商自筹资金、以自身名义办理工商税务登记手续设立店铺或租赁店铺/商场摊位，加盟商合法拥有店铺/商场摊位的使用权，加盟商将店铺的内部管理委托公司负责或自主负责，但公司与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟商与公司根据协议约定结算公司的营业收入。2018 年，公司通过回购经销商的部分存货，并将经销

商的独立渠道店铺转为类直营店铺，导致 2018 年公司新增直营店铺 1,438 家。

从营销网络看，截至 2018 年底，公司共有零售终端数量达到 2,873 家，较上年减少 857 家（减少的基本均为加盟代理店铺）。其中按照城市分级划分，一线城市零售终端 399 家，二线城市零售终端 657 家，三线城市零售终端 1,246 家，四线城市零售终端 571 家；按照区域划分，华东 325 家，西南 507 家，华中 338 家，华南 351 家，东北 581 家，华北 513 家，西北 258 家，贵人鸟重点布局三、四线城市市场。从门店类型来看，截至 2018 年底，贵人鸟直营店数量为 1,441 家，加盟代理店铺 1,432 家。从店效上来看，2018 年，直营店单店店效每年 1.25 万元/个，较上年大幅下降，主要系行业竞争激烈同时直营店铺因为转移时点较短，且部分直营店铺的转移时点为 11 月~12 月，所以单店店效较少所致；加盟店单店店效每年 69.57 万元/个，较上年提升 45.46%，主要系 2018 年末加盟店铺数量大幅降低所致。从毛利率来看，2018 年，加盟店毛利率 31.89%，较上年下降 6.15 个百分点，主要系公司为提高各加盟商经营信心，2018 年下半年给予加盟商的供货价格折扣有所增加，同时由于产量下降，导致单位产品分摊的固定成本有所上升所致。2018 年，直营店毛利率 18.15%，较上年上升 5.80 个百分点，主要系 2017 年直营店同时售卖当年新品与以前年度折扣品，而 2018 年新回购的店铺主要售卖毛利率较高的 2018 年新品所致。

表 4　2017~2018 年公司贵人鸟品牌店铺情况（单位：万元、%、个、万元/个/年）

项目	2017 年				2018 年			
	营业收入	毛利率	店铺数	单店店效	营业收入	毛利率	店铺数	单店店效
直营店	1,418.01	12.35	4.00	354.50	1,795.99	18.15	1,441.00	1.25
加盟店	178,194.71	38.04	3,726.00	47.82	99,619.99	31.89	1,432.00	69.57

资料来源：公司提供
注：2018 年直营店和加盟店收入和与品牌收入的差异主要系 2018 年发生了用贵人鸟品牌的流水线产生的代加工收入等所致。

从产能方面看，截至 2018 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，由于终端店铺的减少等影响，2018 年，公司鞋类产量（自产+外协生产）总计 928.40 万双，较上年下降 10.95%，产能利用率为 68.81%，较上年下降 10.43 个百分点；鞋类产品销量为 950.26 万双，较上年下降 13.21%；服装类产品销量为 856.94 万件，较上年下降 16.91%。

从销售价格来看，2018 年，受公司返利政策给予的批发折扣加大，以及年末收购经销商渠道导致毛利及收入较大的冬季货品部分无法实现对外销售影响，公司鞋类销售均价为 63.44 元/双，较上年下降 30.13%；服装类产品销售均价为 51.36 元/件，较上年下降 32.44%。

表 5　2017~2018 年贵人鸟品牌产品产销情况

项目		2017 年	2018 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00	1,190.00
	自行生产产量（万双）	943.01	818.88
	外协加工/采购产量（万双）	99.59	109.52
	销量（万双）	1,094.88	950.26
	销售均价（元/双）	90.80	63.44
	产能利用率（%）	79.24	68.81
	产销率（%）	105.01	95.85
服装类产品	销量（万件）	1,031.31	856.94
	销售均价（元/件）	76.02	51.36

	产销率（%）	105.24	90.53

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。

从客户集中度来看，2018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22.77%下降至13.87%。

其他自主品牌方面，2018年，AND1、PRINCE品牌运营中心迁至上海，并已在上海设立了PRINCE品牌运作主体公司——王子（上海）体育用品有限公司，设立了AND1品牌运作主体公司--安德万（上海）商贸有限公司。AND1在2018年9月以来于上海杨浦区合生国际广场、浦东新区长泰广场旖彩城、黄浦区南京东路宝大祥青少年购物中心、普陀区中环商场宝大祥青少年购物中心等一线城市核心商圈共计开设了5家直营店铺，生产以委外加工为主，PRINCE尚未向市场推出具体产品。目前AND1和PRINCE尚未实现盈利。

总体看，2018年，公司贵人鸟品牌产品产销量及销售均价均有所下滑；销售网络布局依旧集中在三四线城市，加盟代理店铺关店数量大幅增加；公司新品牌能否成功运营存在不确定性。

（2）杰之行运营情况

2018 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。2018 年，杰之行实现营业收入 11.16 亿元，毛利率 26.26%，毛利率较上年有所下降，2018 年杰之行亏损 0.23 亿元，主要系由于自 2017 年以来杰之行新开多家位于核心商业区的大型集合店铺，导致杰之行销售费用、人工成本等费用持续攀升，新开店铺销售氛围尚未培育成熟，其销售未达预期；同时，实体店铺运营对资金需求较大，融资成本进一步侵蚀其净利润所致。从销售收入贡献看，杰之行以线下销售为主。

2018年，杰之行服装、鞋和配饰类产品销售量均大于进货量，主要系消化部分2017年库存所致，从进销比来看，服装进销率达108.72%，鞋进销率达125.86%，配饰进销率达124.50%；销售均价上，除鞋子销售均价较上年变化不大外，服饰和配饰销售均价较上年小幅下降，主要系加大折扣力度所致。

表 6　2017~2018 年杰之行运动鞋服业务运营情况

项目		2017 年	2018 年
服装	进货量（件）	1,810,930.00	2,071,914.00
	销售量（件）	1,642,500.00	2,252,673.00
	进销率（%）	90.7	108.72
	销售均价（元/件）	199	189
鞋	进货量（双）	1,800,933.00	1,376,702.00
	销售量（双）	1,544,093.00	1,732,652.00
	进销率（%）	85.74	125.86
	销售均价（元/双）	376	381
配饰	进货量（件）	677,617.00	482,801.00
	销售量（件）	521,883.00	601,106.00
	进销率（%）	77.02	124.50
	销售均价（元/件）	57	55

资料来源：公司提供

经公司2018年第四次临时股东大会审议通过，公司将持有的杰之行50.01%股权转让给陈光雄先生，公司已于2018年12月末将持有的杰之行20%股权过户至陈光雄先生，且陈光雄先生按照协议安排支付了部分股权受让款，目前，公司还有应收未收陈光雄先生的股权转让款人民币20,996万元，杰之行已完成董事高管变更登记手续，本次股权交易造成公司投资损失11,240.96万元。公司目前仍持有杰之行30.01%股份，并仍将持有的30.01%股份质押给华润深国投信托有限公司。（2016年9月22日，公司向华润深国投信托有限公司贷款1.8亿元用以支付杰之行的收购款，该借款以公司对杰之行的股权为质押，借款的期限为2016年9月23日至2019年9月23日）

总体看，2018年，杰之行亏损，其股权转让产生的投资损失对公司盈利产生一定不利影响。

（3）名鞋库运营情况

2018年，与杰之行类似，名鞋库服装和鞋类产品进货量均较上年有所增长；名鞋库服装进销率达101.80%，鞋进销率达110.28%，均较上年有所提升，超过100%主要系消化上年库存所致；配饰进销率为95.15%，较上年有所下降。2018年，名鞋库运动鞋服业务实现营业收入3.95亿元，毛利率12.57%，较上年有所下降，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　2017~2018 年名鞋库运动鞋服业务运营情况

项目		2017 年	2018 年
服装	进货量（件）	586,520.00	643,344.00
	销售量（件）	541,152.00	654,954.00
	进销率（%）	92.26	101.80
	销售均价（元/件）	165.23	157.89
鞋	进货量（双）	874,643.00	901,626.00
	销售量（双）	843,950.00	994,353.00
	进销率（%）	96.49	110.28
	销售均价（元/双）	299.29	287.12
配饰	进货量（件）	48,941.00	59,216.00
	销售量（件）	56,353.00	56,343.00
	进销率（%）	115.14	95.15
	销售均价（元/件）	108.03	109.09

资料来源：公司提供

由于预测未来经营业绩比并购时做出的预测下滑，公司因并购名鞋库产生的商誉在2018年末发生减值，计提减值准备9,320.32万元。

总体看，2018年，名鞋库商誉计提减值准备对公司利润产生了一定不利影响。

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。2018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，名鞋库仍以“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”盈利。目前名鞋库已经合作的代运营品牌包括李宁、茵宝、AKP等5家。

2018年，杰之行招商业务实现营业收入0.88亿元，毛利率21.39%；2018年，名鞋库代运营业务实现营业收入0.94亿元，毛利率71.97%，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有限。

4．重大事项

公司于2019年5月17日收到上海证券交易所《关于对贵人鸟股份有限公司2018年年度报告的事后审核问询函》（上证公函【2019】0705号，以下简称“《问询函》”），就加盟店家数大幅减少的情况下，营业收入大幅增长及毛利率增长的原因及合理性、门店统计口径同以前年度是否一致、补充披露店铺转型的业务背景、商业合理性、相关费用及支出是否将持续存在、与经销商的退货政策及会计处理、结合营业成本项目的变化说明对毛利率的影响情况、补充披露向经销商购买渠道资源的具体信息、补充披露2018年及2019年一季度实现营业收入前十名的加盟店营收及其同比变动情况、披露存货情况及库存商品跌价准备计提比例大幅增加的原因与合理性、披露杰之行收购借款情况、其他应收款中股权转让款相关情况、押金保证金情况、补充披露相关的长期股权投资未计提减值准备的原因及合理性、商誉减值相关情况、补充披露应付票据相关情况、员工及期间费用变化相关性、收支往来款等事项进行了问询。

公司于2019年5月25日在《贵人鸟股份有限公司关于2018年年度报告事后审核问询函回复的公告》中对上述事项进行了回复，同时会计师认为相关处理符合企业会计准则的规定；资产评估公司认为商誉减值测试中各项指标选取依据充分、参数取值合理。

5．经营关注

（1）公司业绩亏损

由于市场竞争的加剧以及从部分经销商处购回贵人鸟品牌产品，导致贵人鸟自主品牌当年度销售收入下降，公司原材料成本上涨，单位产品毛利下降；公司向 14 个重点省级区域贵人鸟品牌经销商购买市场销售渠道（作价 1.28 亿元计入当期销售费用），给予经销商的销售返利费用 1.22 亿元，导致期末销售费用大幅增加；转让杰之行 50.01%的股权造成公司投资损失 1.12 亿元；对收购名鞋库产生的商誉计提的减值准备 0.93 亿元；期末存货大幅增加，计提的存货跌价准备 0.64 亿元。综上原因，公司 2018 年业绩出现亏损，净利润为-6.94 亿元。

（2）贵人鸟品牌持续下滑

我国运动鞋服行业竞争激烈，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挤压，2018 年，贵人鸟品牌自有品牌零售终端数量，鞋服销量均有所下滑。

（3）应收账款回收风险及存货跌价风险

截至 2018 年底，公司应收票据和应收账款期末金额为 14.83 亿元，占总资产的 31.21%。如经销商及其它客户出现支付困难，拖欠公司销售货款，将对公司的现金流和经营产生不利影响。截至 2018 年底，公司库存 5.03 亿元，占总资产的 10.58%，公司存货全部来源于贵人鸟品牌及名鞋库，单一贵人鸟品牌期末存货账面价值 4.00 亿元，同比增长 365.63%，主要系 2018 年下半年收购部分经销商销售渠道资源的同时向经销商回购贵人鸟 2018 年部分产品所致。如若公司未来不能有效应对行业竞争，终端消费活力不足，将导致公司存货跌价风险。

（4）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。

（5）债务违约风险

2018 年，公司融资规模大幅缩减，资金的流动性趋于紧张。截至报告出具日，公司尚有两期即将在一年内到期的债券：2016 年发行的第一期非公开定向债券金额 5 亿元和 2014 年发行的公司债券金额 6.47 亿元，将分别于 2019 年 11 月 10 日和 2019 年 12 月 2 日到期。若公司未能及时处置非核心资产或寻求到新的融资渠道筹措到足够的资金，则公司将面临债券违约风险。

6．未来发展

未来中长期内，公司将回归主业，夯实贵人鸟在传统运动鞋服行业方面的运营能力，以京东战略合作为契机，加强和互联网电商平台合作，大力推动包含新品牌在内的多品牌高效运营模式；强化品牌运营，做实贵人鸟品牌，加大 AND1、PRINCE 品牌的投入和推广，并着力引进新的国际品牌，提升品牌溢价能力，以进入中高端市场，努力把贵人鸟拓展成为多品牌、多市场、多渠道的体育用品公司。

在内部管理上，公司将进一步精细化管理，继续引导公司全体降本增效；持续处置前期部分体育产业布局资产，或部分闲置固定资产，盘活存量资产。

公司将积极推动资本运作和债务重组，拓宽公司融资渠道，积极引入优质资产、优势资金或战略投资者，配合控股股东解决股权质押风险。

总体看，公司经营思路务实稳健，有一定可行性。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年度财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1 季报未经审计。

公司根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的要求对财务报表格式进行修订，本次格式的修订仅对财务报表相关科目的列报产生影响，对公司的财务状况和经营成果不产生重大影响。

从合并范围变化来看，2018 年，公司处置 2 家子公司，对 1 家子公司丧失控制；2019 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 21 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模影响较大，公司主营业务未发生变化，因此财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 47.53 亿元，负债合计 32.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 15.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 15.30 亿元。2018 年，公司实现营业收入 28.12 亿元，净利润（含少数股东损益）-6.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-6.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.56 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 48.36 亿元，负债合计 32.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 16.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 16.16 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.22 亿元，净利润（含少数股东损益）0.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.09 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 47.53 亿元，较年初下降 37.32%，流动资产及非流动资产规模均有所下降。其中，流动资产占 51.76%，较年初下降 2.34 个百分点；非流动资产占 48.24%，公司资

产较为均衡。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 24.60 亿元，较年初下降 40.03%，主要系货币资金、应收票据、和其他流动资产减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 6.00%）、应收账款（占 60.09%）、持有待售资产（占 7.32%）和存货（占 20.43%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 1.48 亿元，较年初下降 80.24%，主要系 2018 年集中偿还债务所致；主要由银行存款（占 23.95%）和其他货币资金（占 75.85%）构成，其余为库存现金（占 0.20%）。公司货币资金中使用受限资金占 75.37%，主要系银行承兑汇票保证金，受限比例很高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 14.78 亿元，较年初下降 12.26%，主要系销售规模缩小和计提坏账准备所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.54%，其中账龄在一年以内的占账面余额 73.02%，账龄较短，累计计提坏账准备 1.19 亿元，计提比例 7.74%；截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户应收款项余额合计占应收账款总余额的 27.51%，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 2018 年底，公司持有待售资产 1.80 亿元，主要系将公司持有湖北杰之行体育产业发展股份有限公司剩余 30.01%股权划分为持有待售资产。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 5.03 亿元，较年初增长 2.10%。公司存货主要由库存商品（占 84.61%）、在产品（占 8.78%）和原材料（占 4.05%）构成。公司分别对原材料、库存商品和发出商品计提跌价准备 129.83 万元、4,914.49 万元和 23.01 万元，计提比例为 9.15%。考虑到公司产品市场竞争激烈，存在一定的存货跌价风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 22.93 亿元，较年初下降 34.12%，主要系可出售金融资产、固定资产和商誉等减少所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 30.54%）、长期股权投资（占 5.38%）、固定资产（占 23.12%）、在建工程（占 18.40%）、无形资产（占 10.13%）和商誉（占 9.62%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 7.00 亿元，较年初下降 30.43%，主要系收回间接持有的虎扑（上海）文化传播有限公司和康湃思（北京）网络科技有限公司的股权收益权所致。公司可供出售金融资产全部按成本计量，截至 2018 年底，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 1.23 亿元，较年初大幅下降 58.26%，主要系减少对湖北胜道体育用品有限公司等投资同时对 BOY 的投资转入所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 5.30 亿元，较年初下降 34.21%，主要系公司处置子公司所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 91.11%）和机器设备（占 6.15%）构成；累计计提折旧 3.18 亿元，固定资产成新率 67.67%，成新率一般；受限资产为 2.89 亿元，占固定资产账面价值的 54.53%，主要系贷款抵押所致，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司在建工程 4.22 亿元，较年初增长 9.21%，主要系内坑工业园项目投资增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 2.32 亿元，较年初增长 105.37%，主要系 PRINCE 商标转入所致。

截至 2018 年底，公司商誉 2.21 亿元，较年初下降 61.61%，主要系处置子公司股权减少前期并购该等子公司形成的商誉以及对名鞋库商誉计提减值准备所致；若被收购公司的经营业绩进一步出现下滑，相关收购形成的商誉未来仍有进一步减值的风险。

截至 2018 年底，公司受限资产金额合计 4.79 亿元，占总资产的比例为 10.08%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 48.36 亿元，较年初增长 2.52%，其中流动资产占 51.39%，非流动资产占 48.61%，资产结构较年初变动不大。

总体看，截至 2018 年底，受集中偿还债务影响、转让子公司以及资产减值等因素综合影响，公司资产规模较年初大幅下降；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 2018 年底，公司负债总额 32.23 亿元，较年初下降 34.97%，主要系 2018 年偿还较多债务，以及杰之行的资产负债表不再纳入合并范围内所致。其中，流动负债占 98.92%，较年初上升 28.42 个百分点，非流动负债占 1.08%，流动负债占比大幅上升。

截至 2018 年底，公司流动负债 31.88 亿元，较年初下降 8.75%，主要系短期借款和其他流动负债减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占 21.92%）、应付票据（占 7.47%）、应付账款（占 19.02%）、其他应付款（占 5.09%）和一年内到期的非流动负债（占 42.06%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 6.99 亿元，较年初下降 43.30%，主要系公司偿还短期借款较多同时杰之行出表所致；其中质押借款、抵押借款、保证借款、抵押及保证借款占比分别为 24.33%、5.72%、34.30%和 35.65%。

截至 2018 年底，公司应付票据 2.38 亿元，较年初增长 244.93%，主要系公司采用银行承兑汇票方式向供应商付款的金额增加所致。

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 2018 年底，公司应付账款 6.06 亿元，较年初增长 10.26%，主要系为应对债务集中兑付，导致主营业务的货款支付账期有所延长所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 1.62 亿元，较年初增长 472.29%，主要系与上海慧动域投资中心（有限合伙）、西班牙 BOY 等的短期拆借的资金增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.41 亿元，较年初增加 11.37 亿元，主要系一年内到期的应付债券转入所致，主要为“16 贵人鸟 PPN001”5.00 亿元和“14 贵人鸟”6.47 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.35 亿元，较年初下降 97.61%，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 70.01%）和递延收益（占 29.99%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 0.24 亿元，较年初下降 92.00%，主要系部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款全部为质押借款（占 100.00%）构成。

截至 2018 年底，公司递延收益 0.10 亿元，较年初变化不大，主要为政府补助。

截至 2018 年底，公司全部债务 24.57 亿元，较年初下降 40.82%，主要系公司对到期的债务进行了较大规模的偿付和杰之行出表所致；其中短期债务占 99.00%，长期债务占 1.00%，短期债务占比较年初上升 33.88 个百分点，债务结构亟待调整。截至 2018 年底，公司短期债务 24.32 亿元，较年初下降 10.03%，主要系公司对到期的短期借款和短期融资券进行偿付所致；长期债务 0.24 亿元，较年初下降 98.31%，主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 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 2.45 个百分点、上升 0.38 个百分点和下降 33.96 个百分点至 67.81%、61.62%和 1.57%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 32.18 亿元，较年初下降 0.15%，其中流动负债占比 98.94%，

非流动负债占比 1.06%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 23.47 亿元，其中短期债务 23.23 亿元，长期债务 0.24 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 66.54%、59.19%和 1.45%。

总体看，2018 年底，公司负债规模较年初大幅下降，以流动负债为主；由于偿还到期债务，公司债务规模大幅下降，但短期债务占比大幅上升，公司整体债务负担仍很重，且面临着很大的短期偿债压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 15.30 亿元，较年初下降 41.75%，主要系本期亏损使得未分配利润大幅减少所致；其中归属于母公司所有者权益 15.30 亿元，较年初减少 34.27%。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 99.98%，以股本和资本公积为主，占比分别为 41.09%和 60.01%，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一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 16.18 亿元，较年初增长 1.75%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模受业绩亏损影响而大幅下降，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 28.12 亿元，较上年下降 13.52%，主要系运动鞋服业务板块收入减少所致；实现营业利润-6.27 亿元，净利润-6.94 亿元，业绩亏损主要系贵人鸟自主品牌销售收入下降，公司回购部分市场销售渠道及给予经销商的销售返利使得销售费用大幅增加，同时叠加投资损失，计提各类的减值准备等所致。

从期间费用看，2018 年，公司费用总额 11.40 亿元，较上年增长 43.53%，主要系销售费用增加所致。其中，销售费用 6.98 亿元，较上年增长 81.06%，主要系公司向 14 个重点省级区域贵人鸟品牌经销商购买的销售渠道资源交易金额 12,814.08 万元计入了当期销售费用，且新增给予经销商的销售返利费用金额共计 12,164.50 万元所致；管理费用 2.10 亿元，较上年增长 15.63%，主要系工资及福利费增加所致；财务费用 2.33 亿元，较上年增长 2.26%。2018 年，公司费用收入比为 43.40%，较上年上升 17.19 个百分点，期间费用对公司利润存在非常严重侵蚀，公司费用控制能力很弱。

2018 年，公司资产减值损失 1.51 亿元，主要系发生商誉减值损失 0.93 亿元，对存货计提跌价损失 0.64 亿元所致，公司资产减值损失对公司营业利润造成严重侵蚀。2018 年，公司其他收益 0.12 亿元，主要系政府补助。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 27.70%，较上年下降 5.74 个百分点，主要系贵人鸟品牌毛利率降低所致；受业绩亏损影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率下滑至-8.61%、-6.46%和-33.37%，公司盈利能力大幅下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.22 亿元，较上年同期下降 32.09%，主要系 2018 年底处置子公司杰之行，以及子公司西班牙 BOY 的长期股权投资改按权益法进行核算所致；净利润 0.14 亿元，较上年同期下降 85.60%。

总体看，2018 年，公司收入规模有所下降，净利润大幅亏损，期间费用和资产减值损失对营业利润侵蚀非常严重，公司整体盈利能力大幅下降。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 37.84 亿元，较上年下降 4.64%；经营活动

现金流出为 32.24 亿元，较上年下降 3.30%。综上，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.60 亿元，较上年下降 11.66%。2018 年，公司现金收入比为 123.80%，较上年上升 15.25 个百分点，公司收入实现质量有所提高。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 11.75 亿元，较上年增加 3.52%；投资活动现金流出为 3.96 亿元，较上年下降 81.37%，主要系 2017 年存在支付理财投资、收购名鞋库剩余 49%股权以及出资股权投资基金使得基数较大所致。综上，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 7.79 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 18.18 亿元，较上年下降 57.28%，主要系取得短期借款减少同时发行超短期融资债减少所致；筹资活动现金流出为 36.14 亿元，较上年下降 20.46%，主要系支付借款保证金减少所致。综上，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-17.96 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 0.76 亿元；投资活动现金净流出 0.06 亿元；筹资活动净流出 0.79 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金保持净流入，收入实现质量有所提升；投资活动现金流转为净流入；由于公司偿债债务压力加大，公司筹资活动现金大幅净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，由于流动资产大幅下降，公司流动比率由年初的 1.17 倍下降至 0.77 倍，速动比率由年初的 1.03 倍下降至 0.61 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 0.41 倍下降至 0.06 倍，现金类资产对短期债务的保障能力减弱。整体看，公司短期偿债能力有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为-2.79 亿元，主要系利润总额亏润所致；EBITDA 无法对利息和全部债务提供保障。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额合计 23.06 亿元，其中未使用额度 12.59 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司对外担保金额为 4.15 亿元，占净资产的 27.12%，均为对杰之行的关联担保事项，由于 2018 年杰之行业绩亏损，公司存在一定代偿风险。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼事项。

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，跟踪期内，公司净利润出现亏损，整体盈利能力大幅下降。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 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 1.38 亿元，约为“14 贵人鸟”待偿债券本金（6.47 亿元）的 0.21 倍，公司现金类资产对“14 贵人鸟”的覆盖程度较低；净资产 15.30 亿元，约为待偿债券本金（6.47 亿元）的 2.36 倍，公司净资产对“14 贵人鸟”的覆盖程度一般。

从盈利情况来看，2018年，由于亏损，公司EBITDA为-2.79亿元，公司EBITDA不能对“14贵人

鸟”待偿债券本金（6.47亿元）形成覆盖。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 37.84 亿元，约为债券本金（6.47 亿元）的 5.85 倍，公司经营活动现金流入量对“14 贵人鸟”的覆盖程度较高。

综合以上分析，跟踪期内，公司对“14 贵人鸟”的偿还能力大幅下降。

八、综合评价

2018 年，公司受加盟代理店铺关店数量大幅增加、公司回购部分销售渠道等影响，公司主要产品产销量和销售价格均大幅下降，导致公司销售收入和销售毛利率水平均大幅下降；加之公司对商誉和存货计提资产减值损失以及确认杰之行的投资损失，公司净利润出现大额亏损，盈利能力和整体偿债能力均大幅下降。此外，联合评级关注到公司资产规模和净资产规模较年初大幅下降、控股股东持有股票全部质押或冻结、公司年报被交易所问询、大额应收账款和存货对资金占用严重且存在减值风险、期间费用对营业利润侵蚀非常严重以及整体债务负担很重且集中偿付压力很大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司将回归主业，加强和互联网电商平台合作，通过对新品牌的培育逐步完善差异化的品牌定位，但短期内受债务集中偿付及市场竞争激烈等因素影响，公司业绩仍将承压。

综上，联合评级下调公司的主体长期信用评级为 AA-，将主体及“14 贵人鸟”移出可能下调信用等级的评级观察名单，评级展望调整为“稳定”；同时下调“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	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	75.83	47.53	48.36
所有者权益（亿元）	26.27	15.30	16.18
短期债务（亿元）	27.04	24.32	23.23
长期债务（亿元）	14.48	0.24	0.24
全部债务（亿元）	41.51	24.57	23.47
营业收入（亿元）	32.52	28.12	5.22
净利润（亿元）	1.88	-6.94	0.14
EBITDA（亿元）	6.04	-2.79	--
经营性净现金流（亿元）	6.33	5.59	0.76
应收账款周转次数（次）	1.77	1.68	--
存货周转次数（次）	4.30	3.79	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.46	0.11
现金收入比率（%）	108.56	123.80	88.20
总资本收益率（%）	6.00	-8.61	--
总资产报酬率（%）	6.37	-6.46	--
净资产收益率（%）	6.54	-33.37	0.87
营业利润率（%）	33.44	27.70	32.59
费用收入比（%）	26.20	40.52	22.66
资产负债率（%）	65.36	67.81	66.54
全部债务资本化比率（%）	61.25	61.62	59.19
长期债务资本化比率（%）	35.53	1.57	1.45
EBITDA 利息倍数（倍）	2.63	-1.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	-0.11	--
流动比率（倍）	1.17	0.77	0.78
速动比率（倍）	1.03	0.61	0.61
现金短期债务比（倍）	0.41	0.06	0.07
经营现金流动负债比率（%）	18.13	17.55	2.39
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.93	-0.43	--

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、2019 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、其他流动负债和其他应付款中相关债务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。