

信用等级公告

联合[2016]1135 号

九牧王股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对九牧王股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

九牧王股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

九牧王股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年九月十四日

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>

九牧王股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过人民币 16 亿元（含）

本期债券规模：2 亿元

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2016 年 9 月 14 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额（亿元）	52.14	51.32	53.94	48.74
所有者权益（亿元）	45.19	44.34	42.89	41.99
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	1.82	1.62	5.54	1.51
营业收入（亿元）	25.02	20.68	22.57	9.84
净利润（亿元）	5.37	3.51	4.04	1.97
EBITDA（亿元）	7.51	5.31	5.84	--
经营性净现金流（亿元）	5.59	4.74	5.40	1.99
营业利润率（%）	55.59	55.03	56.78	57.08
净资产收益率（%）	12.06	7.83	9.27	4.64
资产负债率（%）	13.31	13.59	20.49	13.85
全部债务资本化比率（%）	3.87	3.52	11.43	3.48
流动比率（倍）	5.77	5.48	2.69	3.96
EBITDA 全部债务比（倍）	4.12	3.28	1.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	84.54	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.47	0.33	0.36	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.76	2.65	2.92	--

注：1、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。2、2016 年半年报数据未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）及本次债券的评级反映了公司作为国内领先的男装生产和销售企业，在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖和管理能力等方面具有较为明显的优势。同时，联合评级也关注到在全国服装市场不景气的背景下，公司生产经营受原材料价格波动、电子商务渠道竞争以及消费者快速变化的多元化需求的影响等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司调整渠道结构、增加品牌和品类、不断提升设计能力，公司经营有望保持稳健增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内服装业的龙头企业之一，通过多年经营，“九牧王”品牌在国内享有较高知名度和良好的口碑，为公司的发展提供了较好的支持。

2. 公司男装生产规模较大，生产管理规范成熟且具有较高灵活性，能够满足市场需求。

3. 公司销售网络覆盖全国主要城市，公司对自营网点和经销商的管理规范，为公司产品销售和获取市场信息提供了良好保障。

4. 公司关注行业最新变化，近年来拓展了新的品牌和电子商务销售渠道；未来公司多品牌战略的推进和电商渠道的逐步成熟，有望对公司经营起到正面推动作用。

5. 公司财务结构稳健，负债水平低，债

务负担轻；公司毛利率较高，现金流情况良好。

关注

1. 目前国内服装市场整体景气度不高，受需求低迷和产能过剩的影响，未来一段时间公司仍将面临较为严峻的市场环境。

2. 作为服装类企业，公司须面对终端客户多变的需求，公司拥有规模较大的设计团队，能够满足客户的需求；但也需要关注需求快速变化给公司生产经营带来的不确定性。

3. 目前公司销售网络仍以线下店面为主，近年来随着电子商务的快速发展，部分专业服装电子商务企业快速成长，可能对公司市场份额产生影响。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjiabin@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

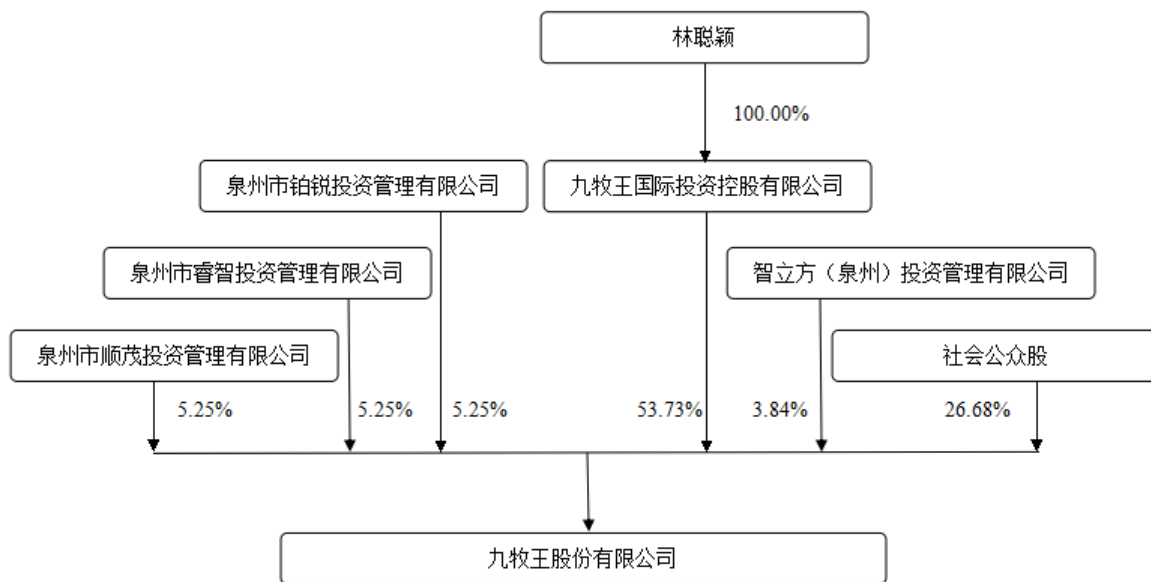
一、主体概况

九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“九牧王”）的前身为九牧王（中国）有限公司，成立于 2004 年 3 月 11 日，由九牧王国际企业公司独资创办，为外商独资企业，注册资本 6,000 万港币。后经股权转让及增资，截至 2009 年底，九牧王（中国）有限公司注册资本变更为 8,000 万港元，公司类型变更为有限责任公司（台港澳与境内合资）。

2010 年 2 月 22 日，九牧王（中国）有限公司董事会决议将九牧王（中国）有限公司整体变更为外商投资股份有限公司；同日，全体股东签署了《九牧王股份有限公司发起人协议》，九牧王（中国）有限公司以经天健正信审计的截至 2009 年 12 月 31 日的净资产 51,897.47 万元，按照 1:0.867094244 的比例折为股份有限公司股本 45,000 万股，每股面值 1 元，净资产超过股本总额的部分 6,897.47 万元计入资本公积，发起人按照各自在九牧王（中国）有限公司的出资比例持有相应数额的股份。2010 年 3 月 23 日，福建省工商局向公司换发了《企业法人营业执照》，公司类型变更为股份有限公司。

2011 年 5 月，根据公司股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会《关于核准九牧王股份有限公司首次公开发行股票批复》（“证监许可字[2011]551 号”）核准，公司采用网下向股票配售对象询价配售与网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式向社会公开发行 12,000 万股人民币普通股（A 股）。经上海证券交易所同意（“上证发字[2011]24 号文”），公司发行的人民币普通股（A 股）股票于 2011 年 5 月 30 日在上海证券交易所上市，股票简称：九牧王，证券代码：601566。截至 2016 年 6 月底，公司注册资本 5.75 亿元，控股股东为九牧王国际投资控股有限公司，持股比例为 53.73%；公司实际控制人为林聪颖，间接持有公司 53.73%的股权，公司股权结构相对集中（详见下图）。

图 1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司半年报

公司经营范围包括：生产纺织品、服装、皮革服饰、家具、运动鞋及相关技术的交流与推广（出口不含配额许可证管理品种）。公司主要产品为男士服饰及相关饰品。

截至 2016 年 6 月底，公司设有商品管理中心、计划采购中心、制造中心、销售管理中心、市场品牌中心、商品研发中心、财务管理中心、人力资源管理中心等 15 个职能部门（详见附件 1）；

公司下辖 9 家控股子公司。截至 2016 年 6 月底，公司拥有在职员工合计 6,938 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 53.94 亿元，负债合计 11.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.84 亿元。2015 年公司实现营业收入 22.57 亿元，净利润（含少数股东损益）4.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.13 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 48.74 亿元，负债合计 6.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 41.95 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.84 亿元，净利润（含少数股东损益）1.97 亿元，其中归属于母公司净利润 1.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.99 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.42 亿元。

公司注册地址：泉州市经济技术开发区清蒙园区；法定代表人：林聪颖。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“九牧王股份有限公司公开发行 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过人民币 16 亿元，拟分期发行。经中国证监会于 2016 年 1 月 4 日签发的“证监许可[2015]3072 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 16 亿元的公司债券。本次公司债券采用分期发行方式，首期发行自中国证监会核准发行之日起 12 个月内完成；其余各期债券发行，自中国证监会核准发行之日起 24 个月内完成。

本期债券名称为“九牧王股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为 2 亿元；本期债券存续期限为 3 年。本期债券采用单利按年计息付息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的票面利率将根据询价结果确定，由发行人与承销商按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还银行贷款和补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为西裤、衬衫、茄克等男士系列服饰产品的生产和销售，属于纺织服装行业，产品主要定位为中高档男士系列服饰。

1. 行业概况

纺织工业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳社会就业、增加农民收入和促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。2013~2015 年，我国纺织行业在成本上涨、需求低迷等因素影响下，行业增速有所放缓；但在增速放缓压力下，我国纺织业通过结构调整和转型升级，目前已缓中趋稳。

2013 年纺织行业增加值增速基本呈现逐月放缓趋势，全年同比增长 8.7%，较 2012 年回落 3.5

个百分点。2013 年纺织行业生产增速整体减缓，从产品产量上看，主要大类产品产量增速普遍下降，化纤、纱、布、服装几类重点产品产量增幅均比 2012 年下降。根据国家统计局数据，2013 年规模以上纺织企业化纤、纱、布、服装产量分别为 4,122 万吨、3,200 万吨、683 亿米和 271 亿件，同比分别增长 7.9%、7.2%、4.6%和 1.3%，增速分别较上年同期下降 3.3 个百分点、2.6 个百分点、7.0 个百分点和 4.9 个百分点。2013 年，纺织行业效益总体较 2012 年略有好转，但行业亏损面继续加大、亏损深度增加，即纺织企业呈现两头分化现象，且产能利用率仍处于 77%~80%较低水平，除了生产和投资增速放缓，内销表现低迷外，行业库存高企，去库存化是 2013 年该行业的主基调。

2014 年内，我国纺织行业运行总体平稳，多数经济运行指标实现了正增长，虽然总体运行增速有所趋缓，但经济运行结构调整继续深化，运行质量有所提升。据国家统计局数据显示，2014 年，全国规模以上纺织企业工业增加值同比增长 7.0%，较 2013 年末（8.3%）放缓 1.3 个百分点。其中，纺织业工业增加值同比增长 6.7%，服装业工业增加值同比增长 7.2%，化纤业工业增加值同比增长 8.5%。从主要大类产品产量增速来看，也呈现增速回落明显的势头。据国家统计局数据显示，2014 年，我国规模以上企业生产布 893.7 亿米，同比下降 0.4%，增速较 2013 年回落 4.4 个百分点；同期，规模以上企业生产服装 299.2 亿件，同比增长 1.6%，增速较 2013 年加快 0.3 个百分点。

2015 年，我国纺织业运行总体平稳，转型升级加速推进，呈现出“缓中趋稳”态势，行业绩效指标稳健，行业工业增加值同比增长 7.00%，增速高于全国工业增速水平。据国家统计局数据，2015 年，规模以上纺织企业工业增加值同比增长 6.3%，比上年同期回落 0.7 个百分点。其中纺织业、服装服饰行业、化学纤维行业增加值同比分别增长 7.0%、4.4%和 11.2%。2015 年，纺织行业投资规模继续扩大，新开工项目增长较快，全年完成固定资产投资额 6,001.60 亿元，同比增长 12.80%，增速高于上年 0.40 个百分点。2015 年，我国纺织业主营业务收入 40,173.30 亿元，同比增长 5.40%；利润总额 2,167.50 亿元，同比增长 5.10%。在出口方面，2015 年纺织业出口规模有所下降，出口量价齐跌，全年纺织业出口交货值 3,803.30 亿元，同比下降 3.90%。在内销方面，2015 年纺织业内销增速稳中趋缓，全年全国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 9.80%，增速较上年下降 1.10 个百分点，低于同期社会消费品零售额增速，且累计增速在下半年呈现逐月下降趋势。

2016 年上半年，我国纺织业整体运行稳健，行业工业增加值累计同比增长 7.30%，高于全国 6.00%的工业增速水平。行业固定资产投资完成额 2,914.16 亿元，较上年同期增长 12.90%，增速高于上年同期 2.10 个百分点。2016 年上半年，我国纺织业主营业务收入 18,743.50 亿元，同比增长 4.50%，增速较上年同期下降 0.96 个百分点；利润总额 943.90 亿元，同比增长 7.50%，增速较上年同期上升 1.44 个百分点。出口方面，2016 年纺织业出口交货值 1,730.50 亿元，同比增长 1.10%。

总体看，虽然近几年我国纺织行业的发展受到全球经济低迷的影响，但由于纺织业为我国传统经济的支柱产业，且经济的低迷不景气倒逼企业进行转型升级。经过积极的转型升级和结构调整，我国纺织行业取得了进步，整体已基本克服了需求低迷、成本上涨和内外棉价差大的不利影响。

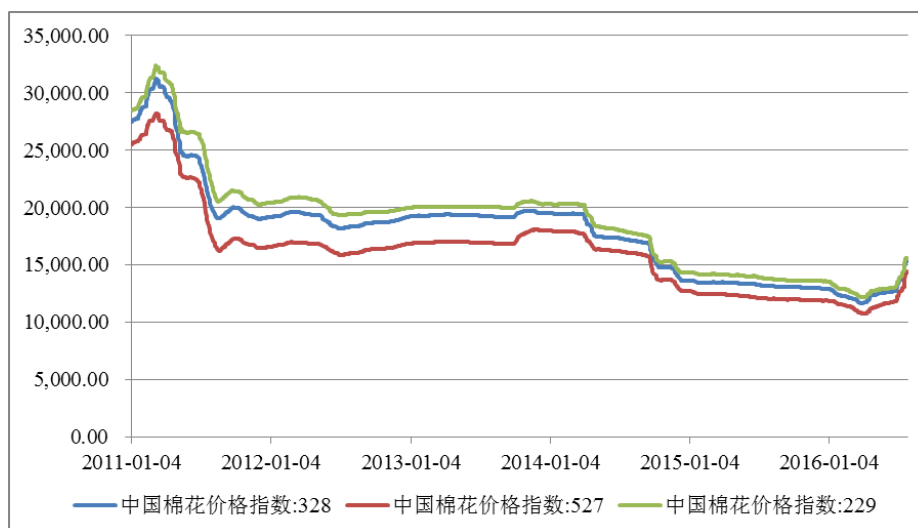
2. 上游原料情况

纺织行业上游原材料以棉花为主，少量化学纤维为辅。

棉花是关系国计民生的战略物资，也是仅次于粮食的第二大农作物。目前我国占据着全球棉

花产业的数项第一：即产量第一、消费量第一及进口量第一。棉花作为基础农产品，其价格往往受政策面、产量、前期库存量、进出口量、国内消费量、气候、国家储备、替代品、国际市场状况等多方面因素影响。一般情况下，棉花价格的上升将可能压缩行业企业的利润空间，增加盈利难度，而棉花价格的下降则导致行业利润上升。棉纺行业企业主要通过三种方式动态克服棉价波动：第一，通过产品价格调整转移成本变动；第二，基于后期棉价判断调节库存，若判断后期原料价格上涨，则囤积库存；第三，增加替代品种的使用比例，如增加粘胶纤维、涤纶纤维的使用量。

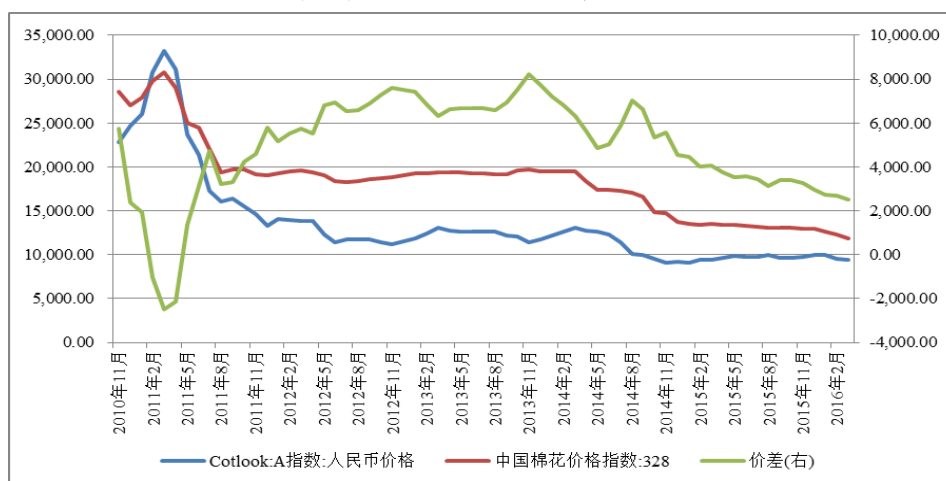
图 2 2011 年以来棉花价格指数走势（单位：元/吨）



数据来源：wind资讯

为稳定棉花生产、经营者和用棉企业市场预期，保护棉农利益，保证市场供应，2011 年开始国家发改委制定了《棉花临时收储预案》（以下简称“预案”），此预案在 2011 年、2012 年、2013 年度每年发布一次，此预案一经提出，2011 年末，中国棉花 328 价格指数、527 价格指数和 229 价格指数均大幅下跌，分别跌至 19,180 元/吨、16,562 元/吨和 20,423 元/吨。进入 2012 年，棉花价格弱势震荡，2012 年末，中国棉花 328 价格指数、527 价格指数和 229 价格指数分别为 19,201 元/吨、16,839 元/吨、19,981 元/吨。2013 年，中国棉花价格指数微幅震荡，年末中国棉花 328 价格指数、527 价格指数和 229 价格指数分别为 19,534 元/吨、17,985 元/吨和 20,319 元/吨。从 2014 年 4 月份起，国家取消棉花临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花，受此影响，棉花价格回落。从国内棉价来看，2014~2015 年棉花价格呈不断下降趋势，2015 年 12 月 31 日中国棉花 328 价格指数、527 价格指数和 229 价格指数分别为 12,922 元/吨、11,869 元/吨和 13,555 元/吨。一般国储棉会在每年 3~8 月份进行“抛储”，这也使棉纺企业形成了“3 月份”抛储的预期，但 2016 年上半年，由于国储棉延迟到 5 月份才进行“抛储”，且“抛储”量较小难以满足市场需求，棉花价格逐渐走高，因此 2016 年上半年中国棉花价格出现上涨态势。

图3 国内外棉花价格指数及价差（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

随着国家 2011 年颁布了预案，国内外棉价差不断扩大，2011 年 5~7 月，国内外棉价差迅速拉大到 4,740.46 元/吨。从 2011 年 8 月至 2014 年 3 月，国内外棉价差处于波动状态，但均维持较高水平。较高的国内外棉价差加上棉花配额政策导致国内纺织企业成本高，棉纱需求疲软，中储棉库存量大，财政补贴压力增大。

从 2014 年 4 月起，国家取消棉花临时收储政策，并在新疆启动棉花目标补贴试点，其他地区根据试点情况再逐步展开。经国务院批准，国家发改委、财政部、农业部联合发布 2014 年棉花目标价格，为每吨 19,800 元。目标价格政策是在市场形成农产品价格的基础上，通过差价补贴保护生产者利益的一项农业支持政策。实行棉花目标价格政策后，取消临时收储政策，生产者按市场价格出售棉花。当市场价格低于目标价格时，国家根据目标价格与市场价格的差价和种植面积、产量或销量等因素，对试点地区生产者给予补贴；当市场价格高于目标价格时，国家不发放补贴。具体补贴发放办法由试点地区制定并向社会公布。

取消棉花收储政策，改为棉花目标补贴以后，国内外棉价价差呈波动下降趋势。2015 年 12 月至今，国内外棉价价差已处于 3,000 元/吨以下。

总体看，2014 年国内棉花种植补贴政策试点实行，棉花价格基本由市场形成，内外棉花价差缩小。但直补政策实施效果还不确定，国储棉、进口配额仍将对棉花市场形成较大影响。纺织行业在原料市场仍存在较大不确定性。

3. 下游需求情况

从需求来看，中国纺织品的内销比例较高，国内需求对拉动我国纺织行业发展也起到积极作用。长期来看，伴随着人均可支配收入的继续提高，纺织品消费支出也将持续增加，国内需求将对我国纺织行业的发展提供越来越重要的支撑。外销方面，亚洲、欧洲和北美洲是我国最主要的三个出口市场，我国对亚洲、欧洲和北美洲的出口额占据全部纺织服装行业出口总额的近 90%。

国内需求方面，纺织服装类产品拥有十分巨大的市场。我国人口基数巨大，随着居民可支配收入的增长，消费能力不断增强，庞大的需求为国内市场的长期健康发展提供了广阔空间。根据国家统计局的统计，2006~2015 年，我国城镇居民人均可支配收入自 11,760 元增至 31,195 元，年均复合增长率为 11.45%。2006~2014 年，中国农村居民人均现金收入增速亦较快，农村居民人均现金收入由 4,302 元增长至 8,527 元。

2006~2015 年，随着我国居民整体收入水平的提高，我国社会消费品零售总额自 79,145 亿元

增加至 300,931 亿元，年均复合增长率为 16.00%。2007~2011 年我国服装鞋帽、针纺织品零售额逐年快速增长，同比增速分别为 25.5%、24.8%、18.8%、25.8%和 24.2%；进入 2012 年以后，我国服装鞋帽、针纺织品零售额增速有所下降，2012~2015 年同比增速分别为 18.0%、11.6%、10.9%和 9.80%。

国际需求方面，受 2008 年金融危机的影响，以及国内人民币对美元汇率持续高位，纺织服装行业需求整体萎缩。2009 年以来，随着国内外宏观经济的复苏，加之国家相继出台提高出口退税率的系列优惠政策，纺织服装行业整体运行状况得到改善。进入 2010 年以来，随着我国与东盟、非洲等自由贸易伙伴的建设、全球经济增长的多元化和出口企业经历金融危机后主动向新兴市场拓展的步伐加快，我国纺织服装出口超预期，出口市场结构和宏观环境持续改善。进入 2012 年，由于美国经济复苏乏力，日本欧洲经济疲软，同时中国劳动力成本上升趋势不可扭转，全球纺织服装生产基地的转移已经开始，大量订单流向东南亚和印度等国，导致 2012 年纺织类产品出口增速仅为 1.2%。随着全球经济的缓慢复苏，2013 年我国纺织业出口却呈现显著复苏迹象，2013 年我国纺织品出口 1,069.8 亿美元，同比增速为 11.7%。2014 年我国纺织品出口持续增长态势，纺织品出口额 1,121.8 亿美元，同比增速 4.9%。

进入 2015 年，纺织品国内需求延续良好增长态势，截至 2015 年末，我国服装鞋帽、针纺织品零售额为 13,483.50 亿元，同比增长 9.8%。国际需求方面出现小幅下降，截至 2015 年 11 月，我国纺织品累计出口 1,050 亿美元，同比下降 2.53%。

总体看，随着国内人均收入水平的增长以及消费升级，内需逐步启动，我国纺织品的需求量增加；同时，作为纺织品出口大国，随着外围经济的缓慢复苏，我国纺织品出口量呈现回升态势，但增速有所波动。

4. 行业竞争情况

国际竞争

纺织行业属于劳动密集型行业，易受经济周期、贸易政策变化、基础农产品市场等因素影响。在全球一体化的背景下，目前已形成了以各国、各地区比较优势为分工基础的跨国生产经营模式。中国纺织业具有传统优良、产业链完整、劳动力资源丰富的特点，成为全球纺织业分工体系下主要的生产、加工和出口国。而发达国家在退出产业价值链低端环节的同时，依靠着自身的资本优势和技术优势，掌控着纤维开发、高端品牌运营、终端零售等价值链高端环节。

2011 年以来，尽管国际需求疲软，国内生产要素成本持续攀升，我国纺织服装出口依然保持了较快增长，占全球纺织服装出口份额逐年提高。2011~2014 年，我国纺织服装出口金额分别为 2,479 亿美元、2,549 亿美元、2,840 亿美元和 2,984 亿美元，占全球纺织服装出口总额的比重均在 30%以上，我国是目前世界上重要的纺织品服装出口国。

2015 年，受全球经济增速放缓、汇率波动和国内制造成本高企等因素影响，我国纺织服装出口连续下滑，2015 年我国纺织品服装出口累计 2,838 亿元，同比下降 4.9%。2016 年，越南、印度尼西亚等东盟国家低廉的劳动力资源和优厚的棉花进口政策等，导致其在欧盟、日本等地的纺织品出口成本优势明显，挤占了我国纺织品服装在海外的市场份额；同时发达经济体本国的经济状况良莠不齐，全球纺织品贸易量处于下行通道，也对我国纺织品出口形成阻碍，2016 年 1 月，我国纺织品出口额 94.5 亿美元，同比下降 2.7%，服装出口 146.8 亿美元，同比下降 7.2%。2016 年 2 月，我国纺织品服装出口额较上月下降 35.11%，继续呈现下降态势。

总体看，我国是世界上重要的纺织品服装出口国，但 2015 年以来受全球经济增速放缓、汇率

波动和国内制造成本高企等因素影响，我国纺织品服装出口额呈下滑态势，随着周边越南、印尼等其他发展中国家成本优势的显现，我国纺织品服装出口方面将面临越来越大的竞争。

国内竞争

我国纺织行业在过去十余年间不断进行行业整合，通过兼并及收购活动达到规模化生产，在经过多年的粗放式发展以后，纺织业已从劳动密集型产业向资金技术密集型产业转变。

从经营环境方面来看，小规模、作坊式企业纷纷停产，且不断上涨的生产成本使其再次复产难度增加。大量小型企业的退出有效缓解了行业长期以来供大于求的局面，龙头企业的经营环境得以改善。

从竞争优势方面看，龙头企业具有设备、技术、管理和规模优势，可有效地满足“小批量、快交期”的订单方式。行业需求复苏阶段，订单普遍向龙头企业聚集，使其竞争优势进一步提升。

总体看，经济危机在给纺织行业带来冲击的同时，却客观地将行业运营能力推升了一个高度。在此过程中，无论是全球纺织行业的“龙头”中国，还是我国纺织行业的龙头企业，其运营效率、经营环境和竞争优势都得到了明显的提升。国际市场上，我国纺织行业具有的“价格低廉、产能充足、配套完善”等优势将随着我国产业结构的调整以及国内纺织行业的整合保持下去；国内市场上，纺织行业将会不断进行行业整合，具有资金、技术优势的企业将存活，落后的产能将会被淘汰。

5. 行业政策

2008年，由于受全球经济危机及其他外部环境的不利影响，中国纺织行业发展迅速陷入低谷。纺织行业作为国民经济重点支柱行业，它的稳定发展是整个国民经济良好发展的前提。因此中国从2008年下半年开始陆续出台多项扶持政策。自2008年8月以来，为支持纺织业的发展，中国先后四次上调出口退税率，并于2009年4月通过《纺织工业调整和振兴规划》。该规划明确了纺织工业是中国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，在繁荣市场、吸纳就业、促进城镇化发展等方面发挥着重要作用，极大地提振了纺织全行业的发展信心，推动了企业推进产业结构调整 and 产业升级的动力。

2012年5月，中国纺织工业联合会发布《建设纺织强国纲要（2011~2020年）》，并提出了主要发展目标：首先，充分满足城乡人均衣着支出年均增长14.5%左右的消费总需求；第二，要充分适应国民经济在工业化中后期制造业转变发展方式，建立现代产业体系的需要，加速提高对产业用纺织品特别是高新技术纺织品的需求，保持产业用纺织品加工量年均增长7.5%的增速；第三，加快转变产业出口增长方式，扩大纺织工业企业走出去参与国际合作和竞争，整合国际资源，提升对国际市场的品牌话语权。出口纺织品服装价值量年均增长7%左右，其中“十二五”期间年均增长7.5%，“十三五”期间年均增长6%，到2020年纤维制品出口总额达到4,000亿美元。

2015年4月，财政部调整了部分产品的出口退税率，调整后纺织品的出口退税率达到17%，相当于全额退税。纺织品出口退税率的调整成为提振纺织服装行业的新信号和正能量，将有利于我国纺织行业的发展。

2015年5月，国务院正式发布了中国版的“工业4.0计划”——《中国制造2025》。《中国制造2025》中明确提出了“推进信息化与工业化深度融合”和“全面推行绿色制造”的工作任务和重点，纺织服装产业作为劳动密集型行业以及传统制造行业的一个重要门类，同样面临着向绿色制造和智能制造的深度转型。

2015年6月，中韩两国政府正式签署《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》，

协定中规定韩国进口纺织品及服装类关税将在一段时间内降为“零”。此协定或可进一步大力推动中国与韩国之间的纺织贸易往来，但是也引起了一部分国内品牌服装企业的担忧，中国服装业或会受到此轮强劲“韩流”的冲击。

2016年4月，《长丝织造产业“十三五”发展指导意见》（以下简称“指导意见”）发布，“指导意见”指出，“十三五”期间长丝产业发展将以差异化、功能化、健康化、时尚化为产品开发主方向，坚持把质量效益、品牌建设、节能减排、绿色发展、两化融合与智能制造有机结合，充分挖掘内需市场潜力、努力拓展国际市场空间，继续保持长丝织造产业在纺织面料中的竞争优势。

总体看，由于纺织行业在国民经济中具有重要的战略地位，因此得到了国家政策上的大力支持，未来随着我国经济结构转型和产业结构调整，国家对具有创新能力、竞争力比较强的纺织企业支持力度将更大。

6. 行业关注

节能环保

国家在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。特别是处于纺织产业链中间环节的印染企业，受环保问题影响，发展形势更为严峻。2015年新的环保法实施，国家对污染排放监管范围和标准不断提升，行业环保压力更加突出。部分地区对印染企业采取不准改造的一刀切限制政策，不仅不利于促进节能减排，也将影响纺织全产业链的转型升级。

汇率变动影响

纺织服装作为对外依存度较高的行业，对于人民币汇率变化十分敏感，尤其是行业内存在的大量中小纺织企业，由于其缺乏议价能力且成本消化能力较弱，因此易受到人民币升值的不利影响。色纺行业作为纺织子行业，也具有出口比例较高的特点，因此也将会不同程度上受到汇率变动的影响。

调整升级任务紧迫

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。

贸易壁垒

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。可以预计在未来相当长的一段时间内，中国纺织品出口仍将面临严苛复杂的贸易环境。

7. 未来发展

随着信息技术快速发展，纺织行业应用信息技术的深度和广度不断提高，特别是智能制造技术应用推广将明显降低生产成本，提高产品质量和生产效率，是巩固纺织行业竞争力的重要手段。同时电子商务、规模化定制、网络化协同创新等新模式的发展，将逐步优化企业生产组织和经营方式，开拓新的市场空间。

同时，棉花调控政策改革持续推进，棉花增值税进项税额抵扣试点逐步扩大，出口退税率上调，能源、财税、金融等一系列改革措施的推进，将有利于改善行业经营环境，缓解企业成本压力。

总体看，纺织业作为具有国家战略意义上的基础产业，在资金、政策上得到了国家的大力支持

持。随着信息技术的快速发展，我国纺织业将催生出一批具有国际优势的龙头企业，我国的纺织行业将迎来新的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业，是国产男裤的领军企业。公司是我国西裤、水洗整理服装国家标准的参与制定起草单位。

公司总部占地面积 9 万多平方米，建筑面积近 20 万平方米，拥有先进的办公大楼、现代化标准厂房和园林式员工生活区，并在厦门拥有国际 5A 级标准的运营大厦。公司拥有 3 个大型生产基地、4 个制造中心、77 条流水线（包括国内先进水平的西裤吊挂流水线 8 条）、先进生产设备 5,379 台（套）。公司设有独立的实验室，负责面辅料和产品各项理化性能检测。实验室目前拥有专用的实验、办公场地面积 300 平方米，拥有达到纺织标准要求的恒温恒湿实验室。公司拥有较强的设计研发能力，阿玛尼前男装设计副总裁 Patrick Grandin 在公司研发设计部门担任重要职务。

公司采用纵向一体化的经营模式，有效控制了设计、研发、生产及销售等主要环节，并通过制造能力保证产品质量，能够对市场需求做出快速反应。

公司拥有完善成熟的销售网络。公司销售终端覆盖了全国 31 个省、直辖市、自治区主要一二线城市的重点商圈。截至 2016 年 6 月底，公司直营与加盟终端数量为 2,777 家，其中直营终端 884 家、加盟终端 1,893 家。公司通过全国销售网络终端了解各地的市场趋势和消费群体偏好，借助公司的设计研发能力，开发出反映时尚趋势的产品，对市场需求和市场趋势做出快速反应。

公司专注于生产男士商务休闲装，主打男裤产品，通过不断改善产品及服务品质，将“男裤专家”、“专业好品质”作为九牧王品牌的核心价值及品牌象征。公司重视“九牧王”品牌的建设，围绕“九牧王”品牌的定位、核心价值与特性，在产品的设计、销售终端、广告宣传等方面不断提高九牧王品牌的知名度、美誉度和忠诚度，九牧王品牌已经成为中国最具影响力、最受欢迎的男装品牌之一，强大的品牌影响力已经成为公司销售持续增长的主要驱动力。截至 2015 年，公司主要产品九牧王品牌男裤全国同行业综合市场占有率连续十六年位居全国第一，九牧王品牌商务休闲男装全国同行业综合市场占有率连续六年荣列第一（以上市场占有率来自中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业、商业集团的统计数据）。

荣誉方面，公司 2012 年获得中国服装网、中国服装网络盛典组委会颁发的“2011 年度十大男装品牌”以及工业和信息化部、中国纺织工业联合会授予的“重点跟踪培育的服装家纺自主品牌企业”称号，2013 年获得中国商业联合会、中华全国商业信息中心颁发的“2012 年度冠军之星”，2015 年获得中国服装协会颁发的“最佳商务男装品牌”，九牧王品牌西裤、休闲裤获福建省人民政府颁发的“福建名牌产品”等荣誉，另外公司获得第三届泉州市政府质量奖。

总体看，公司作为中国知名的服装企业，已经建立了较大的生产规模、较为完善的销售体系，公司品牌知名度较高，设计研发能力突出，具有较强的市场竞争力。

2. 人员素质

公司董事、监事、高管合计 14 人（除独立董事），公司董事长、董事、监事以及高级管理人员（除独立董事）在九牧王股份有限公司工作多年，公司管理层比较稳定。

公司董事长林聪颖先生，现年 57 岁，中国香港居民，高级经济师。曾任九牧王（福建）服饰发展有限公司董事长、泉州九牧王洋服时装有限公司总经理及公司总经理、九牧王国际集团控股

有限公司董事、九牧王国际投资资本有限公司董事等；现兼任九牧王国际投资控股有限公司董事、九牧王投资有限公司董事、厦门九牧王投资发展有限公司执行董事、九牧王零售投资管理有限公司董事、泉州市莱士管理咨询有限公司副董事长、福建省海峡西岸投资有限公司监事、九牧王（泉州）有限公司执行董事及总经理等。

公司董事兼总经理陈加芽先生，现年 47 岁，中国国籍，经济师。曾任九牧王（福建）服饰发展有限公司董事及副总经理、泉州九牧王洋服时装有限公司副董事长及总经理、厦门九牧王投资发展有限公司董事、公司副董事长及副总经理等；现任公司总经理，兼任泉州市铂锐投资管理有限公司执行董事及总经理、厦门九牧王投资发展有限公司总经理、泉州九牧王洋服时装有限公司董事、福建好易居投资发展有限公司监事等。

截至 2016 年 6 月底，公司共有职工 6,938 人。从岗位构成来看，公司生产人员占比 45.82%、销售人员占比 41.71%、研发人员占比 3.21%、财务人员占比 2.16%、行政人员占比 3.99%、物流人员占比 3.11%；从文化程度来看，公司硕士及以上人员占比 0.37%、本科占比 6.69%、专科占比 23.35%、专科以下人员占比 69.59%；从年龄分布来看，公司 25 岁及以下的占比 23.84%、26~35 岁的占比 46.47%、36~45 岁的占比 24.39%、45 岁以上的占比 5.30%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的服装行业工作背景和管理经验，管理水平较高。公司员工整体素质能够满足企业正常生产经营的需要。

3. 税收优惠

公司下属的山南九牧王商贸有限责任公司、西藏工布江达县九盛投资有限责任公司注册地址在西藏，根据国家西部大开发税后优惠政策，适用 15% 的企业所得税税率。根据“藏政发【2014】103”号文件，自 2015 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止，暂免征收西藏自治区内企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分。此外，公司所属的九牧王零售投资管理有限公司注册地址在香港，适用 16.5% 的税率。

总体看，公司能够获得税收优惠，有利于公司的经营发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，行使公司的决策权和监督权。

股东大会是公司的权力机关，决定公司的经营方针和投资计划。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长 1 人、副董事长 1 人。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会共四个专门委员会。公司专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事占多数并担任主任委员，审计委员会中至少有一名独立董事是会计专业人士。公司战略委员会主要职责是根据公司经营情况及市场环境变化情况，定期对公司经营目标、中长期发展战略进行研究并提出建议。公司审计委员会的主要职责包括监督和检查公司的财务汇报程序及内部控制制度。提名委员会的主要职责是研究公司董事和高级管理人员的选择标准和程序，提出人选并审查。薪酬与考核委员会的主要职责是研究董事及高级管理人员的考核标准，进行考核并提出建议，以及研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策及方案。

公司设立监事会为专门的监督机关，负责对董事会及其成员以及总经理、副总经理等高级管

理人员进行监督。监事会由3名监事组成，设主席1人。监事任期为每届3年，可连选连任。

公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理每届任期3年，可连聘连任。总经理对董事会负责。

总体看，作为上市企业，公司法人治理结构较完善，通过权利的相互制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理体制

公司实际控制人林聪颖先生间接持有公司 53.73%的股权，处于控股地位并且担任公司董事长。公司设有总经办、商品管理中心、计划采购中心、制造中心、销售管理中心、市场品牌中心、战略投资中心、商品研发中心、电子商务事业部、财务管理中心等 15 个职能部门，下辖 9 家控股子公司。公司成立专门的经营管理部门负责建立公司整体运营体系以及流程管理体系。根据实际经营管理需要，公司制定了由采购、生产、销售、财务管理、对外担保、重大投资决策及子公司管理等日常管理制度。

采购方面，公司制定了采购管理制度，明确了采购定价、供应商管理、合同管理、采购订单管理的原则和业务运作规范。在供应商管理方面，实行战略合作机制，包括战略合作供应商的评估及淘汰机制、异常处理、投诉与反投诉处理等内容。公司制定筛选标准从合格供应商库中筛选出战略供应商并签署战略合作协议，主动发展战略合作供应商；以此来降低上游供应商同质化、降低成本、缩短供应周期、提高快速补货能力。

生产方面，公司制定了面辅料库存管理制度、排产业务管理规定、生产订单关单管理规定、GSD 标准工时提供管理规定等制度。其中，面辅料库存管理包括仓库库区的规划与定置管理、物料安全管理、滞呆物料管理、废料管理、仓库账务管理、盘点管理等内容，排产业务管理包括排产前的各项前期准备及时限要求、排产过程的管理规范、排产业务的异常处理等内容，生产订单关单管理与 GSD 标准工时提供管理规定中包含了公司生产的具体流程。

销售方面，关于直营业务，公司设置了门店铺货制度、销售订单管理制度、订货规划及直营订单审核管理制度等。其中，公司门店货铺管理制度包括制作直营门店扫描、制定铺货优先级、制作终端配置表、规划小类尺码曲线、制作铺货计划表、创建铺货模型、审核铺货建议等内容，以此来规范分公司铺货管理流程并指导分公司结合市场因素、气候的变化、产品的供给情况和门店铺货计划适时的进行合理铺货；销售订单管理制度、订货规划及直营订单审核管理制度则包含了公司销售的具体流程制度；关于加盟业务，主要通过签订加盟商特许经营合同、执行销售订单管理制度、加盟信用管理制度等明确双方权利义务。

财务管理制度方面，公司根据《会计法》《企业会计准则》等法律法规以及《公司章程》，制定了涵盖会计核算、财务预算、资产运营管理、成本控制、收益管理、税务管理的财务制度。公司财务管理制度实行“统一管理、分级负责”的原则，对公司财务工作统一管理、统一指导，明确了财务管理体系中各层级、各岗位的职责和权限。

对外担保方面，公司根据《公司法》《公司章程》制定了对外担保管理制度，以规范公司对外担保行为、控制对外担保风险。该制度包含了公司对外担保的审批权限、经办权限、担保合同管理、信息披露等内容。该制度规定，公司对外担保必须要经过公司董事会或股东大会批准，由董事会指定财务部门或其他部门具体执行。

重大投资决策方面，公司根据《公司法》《合同法》《公司章程》制定了对外投资管理制度，

以规范公司投资行为、降低投资风险、提高投资效益。该制度要求公司对外投资要符合公司发展战略、合理配置企业资源、促进要素优化组合，创造良好经济效益。该制度划分了公司投资权限、设立了投资管理机构、制定了对外投资审批程序和对外投资后续管理制度等。

子公司管理方面，公司制定了子公司管理制度，主要涉及收购、兼并、对外投资及担保、资产处理、收益分配等重大事项，以及对经营管理信息披露、会计核算政策和会计资料报送等方面提出要求。

总体来看，公司内部管理制度健全，措施到位，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营服装服饰的生产和销售，自公司 2011 年上市以来主营业务未发生变化。公司产品主要包括男裤、茄克、衬衫、西装等，公司品牌包括九牧王、FUN、格利派蒙、J1 等，其中主品牌九牧王的目标消费者主要为中高端客户群体。2013~2015 年，公司营业收入和净利润波动下降，分别年均复合减少 5.02%和 13.27%，系国内经济增速放缓、终端消费低迷、公司终端门店减少以及电子商务冲击所致。2015 年，公司实现营业收入 22.56 亿元、净利润 4.04 亿元。

表 1 2013~2016 年上半年公司主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
男裤	116,269.54	46.73	58.05	102,181.47	49.71	59.13	111,561.97	49.82	60.67	52,076.03	53.78	60.94
茄克	50,402.40	20.26	54.64	33,099.49	16.10	51.81	43,939.42	19.62	54.14	12,563.30	12.97	53.99
衬衫	35,138.62	14.12	59.78	29,417.53	14.31	57.84	28,464.38	12.71	60.60	14,158.05	14.62	60.39
西装	18,408.17	7.40	54.39	14,312.44	6.96	53.72	15,893.33	7.10	54.81	4,429.15	4.57	49.32
T 恤	14,666.14	5.89	59.02	12,293.65	5.98	57.27	12,357.88	5.52	59.31	9,072.72	9.37	57.96
其他	13,920.02	5.59	46.10	14,250.10	6.93	47.84	11,706.11	5.23	47.82	4,530.72	4.69	49.84
合计	248,804.89	100.00	56.72	205,554.67	100.00	56.50	223,923.09	100.00	58.22	96,829.97	100.00	58.63

资料来源：公司年报

从主营业务收入情况来看，如上表所示，受国内服装行业整体不景气，终端消费持续低迷影响，2013~2015 年，公司主营业务收入波动下降，三年复合下降 5.13%；2015 年，公司实现主营业务收入 22.39 亿元，同比增长 8.94%，主要系服装行业整体去库存趋于尾声、公司零售营运能力提升带动整体业绩的增长。从收入构成来看，2015 年，公司男裤、茄克和衬衫等主导产品收入分别占主营业务收入的 49.82%、19.62%和 12.71%，合计占比 82.15%，是公司收入的主要来源，其中男裤是公司的核心产品。

从分产品收入的具体情况来看，近三年公司男裤收入波动下降，年均复合下降 2.05%，主要是受服装行业整体低迷、男裤销量下降所致，但男裤收入占总收入比重持续上升，2015 年占比达到 49.82%，显示了男裤收入在公司总收入中的核心地位；茄克收入波动下降，年均复合下降 6.63%，主要是受产销量下降影响所致，同时茄克收入占主营业务收入的比重也相应波动下降，2015 年占比 19.62%；衬衫收入持续下降，年均复合下降 10.00%，但衬衫收入占总收入的比重波动下降，2015 年占比 12.71%；西装收入波动下降，年均复合下降 7.08%，主要是受西装单价逐年下降及市

场行情低迷影响所致，同时西装收入占主营业务收入的比重也相应波动下降，2015 年占比 7.10%；T 恤收入波动下降，年均复合下降 8.21%，同时 T 恤收入占总收入的比重波动下降，2015 年占比 5.52%。

从主营业务毛利率来看，近三年公司男裤毛利率基本稳定，始终维持在 59%左右；茄克毛利率波动下降，三年分别为 54.64%、51.81%和 54.14%，其中 2014 年毛利率较低主要系市场低迷，销售单价下降所致；衬衫毛利率波动上升，2015 年毛利率为 60.60%，同比上升 2.76 个百分点；西装毛利率波动上升，2015 年为 54.81%，同比上升 1.09 个百分点；T 恤毛利率波动上升，2015 年为 59.31%，同比增加 2.09 个百分点。公司各主要产品毛利率的波动基本上在 3 个百分点以内；公司产品售价根据预定成本制定，一般情况下，产品定价的毛利率保持稳定；但在实际过程中，实际毛利率会受到实际采购成本、终端零售打折幅度等因素的影响，出现前述小幅上下波动属于正常情况。在各产品的综合影响下，近三年，公司主营业务毛利率波动上升，分别为 56.72%、56.50% 和 58.22%，处于较高水平。

2016 年 1~6 月，公司经营情况正常，实现主营业务收入 9.68 亿元，较上年同期下降 4.09%；毛利率 58.63%，较上年同期增加 0.47 个百分点。主营业务收入中，男裤收入占比 53.78%，仍处于核心地位；茄克收入占比 12.97%，衬衫收入占比 14.62%。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.84 亿元，较上年同期增下降 4.09%；公司实现净利润 1.97 亿元，较上年同期下降 11.66%，公司营业收入和净利润均有所下降。

总体看，近年来，公司主营业务及产品变化不大，男裤为公司的核心产品；受宏观经济增速下滑、服装行业不景气因素的影响，近三年，公司主营业务收入水平波动下降；公司主营业务毛利率波动略增，处于较高水平。

2. 原料采购

原材料采购方面，公司主要采用自主采购的模式，制定了规范的面辅料采购流程，严格控制采购的每个环节，跟踪面辅料进度、检验面辅料入库，确保公司所需的面辅料符合要求。

从具体流程来看，公司原料采购主要由计划采购中心负责，同时总经理、商品管理中心、商品研发中心、技术质量中心、财务管理中心等部门合作完成。公司计划采购中心承担供应商管理、上游合作、控制采购成本、订单进度安排等工作。计划采购中心每年10月制定或修订战略供应商合作协议版本，经商品管理中心等其他部门审议后交由总经理审批；商品管理中心、商品研发中心、制造中心、技术质量中心、财务管理中心与计划采购中心合作完成对合作协议的执行、跟进和关系维护。公司实行战略合作供应商评估及淘汰机制，计划采购中心每年分春夏、秋冬两季对所有供应商进行评估，挑选出符合条件的战略合作伙伴，以增加或淘汰战略供应商名录；公司针对战略供应商制定了专门的异常处理、投诉及反投诉处理机制。

供应商管理方面，为了解决原料采购的同质化、成本上升、供应周期拉长、补货速度慢等问题，从2012年起，公司开始对供应商进行系统的管理和评估，有意识提高采购的集中度并控制贸易商采购的比例，推动优秀合作供应商的积累和成长，加大与战略供应商的合作。在库存方面，公司成衣库存主要根据销售决定，面料库存一般保持在90天左右。

采购内容方面，公司采购主要包括面料、辅料和成衣等三大类。由于服装需求受季节因素、天气因素影响较大，服装生产分为淡季和旺季，在旺季时公司产能有可能不足，需要采购成衣。从下表可以看出，公司采购内容包含面料、辅料以及裤类、T恤、衬衫、西装、茄克等成衣；2013~2015 年，服装行业整体处于去库存态势，公司采购的面料、辅料的金额均呈持续下降态势；2015 年，

公司面料的采购金额最多，达到3.10亿元，占采购总金额的33.01%；辅料采购金额为0.68亿元，占采购总金额的7.22%；公司五类成衣的合计采购金额达到4.85亿元，占主要采购金额的51.64%。

具体分项来看，2013~2015年，公司面料的采购均价持续下降，面料采购量逐年下降，面料采购金额呈逐年下降趋势；2013~2015年，公司辅料采购均价波动上升，采购量波动下降，采购金额持续下降；成衣采购中，公司裤类采购均价逐年下降、采购数量波动略增、采购金额波动下降，公司茄克采购均价波动上升、采购量和采购金额波动下降；公司衬衫类采购均价波动上升、采购量和采购金额波动下降。

表2 2013~2016年上半年公司采购情况（单位：万元、万件/万条/万米、元/件、元/条、元/米）

序号	原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
1	面料	采购金额	38,669.81	31,509.54	31,010.56	12,864.23
		采购数量	1,210.23	1,088.65	1,083.87	515.29
		采购均价	31.95	28.94	28.61	24.97
2	辅料	采购金额	7,269.94	6,988.17	6,784.08	4,124.82
		采购数量	20,764.28	18,988.16	19,099.70	11,404.36
		采购均价	0.35	0.37	0.36	0.36
3	成衣—裤类	采购金额	16,369.93	13,946.47	15,879.64	7,701.86
		采购数量	156.25	138.24	157.63	77.44
		采购均价	104.77	100.89	100.74	99.46
4	成衣—T 恤类	采购金额	4,627.69	3,864.70	4,717.95	3,700.80
		采购数量	39.37	31.30	39.76	32.95
		采购均价	117.54	123.46	118.66	112.32
5	成衣—衬衫类	采购金额	11,353.24	8,652.82	9,039.89	3,918.70
		采购数量	113.09	78.33	87.53	39.60
		采购均价	100.39	110.46	103.28	98.96
6	成衣—西装类	采购金额	5,556.26	3,887.96	4,076.63	630.84
		采购数量	28.24	18.39	18.30	2.76
		采购均价	196.78	211.36	222.77	228.57
7	成衣—茄克类	采购金额	15,072.53	12,430.23	14,795.66	1,152.83
		采购数量	44.08	34.59	42.95	5.55
		采购均价	341.91	359.40	344.49	207.72
8	其他（包装物和其他成衣等）	采购金额	8,154.81	6,416.30	7,626.46	2,246.98
		采购数量	--	--	--	--
		采购均价	--	--	--	--
采购金额合计			107,074.21	87,696.19	93,930.87	36,341.06

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2013~2015年，公司前五大供应商采购金额分别为1.51亿元、1.53亿元和1.56亿元，占采购总金额的比重分别为16.39%、16.98%和18.60%；公司前五大供应商采购金额略有上升，集中度较低且基本保持稳定。在采购地域上，公司采购地主要集中于福建、广东、浙江。

表 3 2015 年公司前五大供应商概况（单位：万元、%）

采购单位	采购产品	采购金额	占总采购额比重
第一名	材料/成衣	3,985.88	4.76
第二名	材料	3,735.44	4.47
第三名	成衣	3,473.68	4.15
第四名	成衣/加工	2,315.07	2.77
第五名	材料	2,046.44	2.45
合计	--	15,556.51	18.60

资料来源：公司提供

原材料采购定价方面，公司采用报价竞标的方式，在保证原料品质的前提下，尽量控制原材料成本。付款方面，公司根据采购原材料种类不同、来源不同，采用不同的付款方式。对于面料采购，进口面料公司先款后货，国产面料公司收到面料后先付90%货款，余下10%待所有面料交齐后再支付，货款滚动结算；对于成衣采购，公司先支付20%订金，收货时付70%货款，待所有成衣交齐后再支付余下10%货款。由于当前服装行业不景气，公司的供应商更关注订单数量，对付款方式要求不高。

总体看，公司采购流程规范、管理得当，公司通过不断调整优化供应商名录并与优秀供应商建立战略采购关系等方式提升自身议价能力、保证采购质量，对采购成本的控制能力较强。近年来，服装行业持续低迷，公司整体采购金额波动下降，采购集中度低。

3. 生产情况

公司以生产起家，拥有较长的服装生产历史；目前公司内部设制造中心，强调生产的计划安排、质量保证和成本控制。

公司采用“自制生产为主、委托加工为辅”的生产模式。“自制生产”主要是公司通过自身的研发设计团队设计，使用自身拥有的厂房、生产设备、工人、技术工艺来组织生产；公司主导产品男裤、衬衫及茄克基本为自制生产。“委托加工”主要是指公司将自身设计出的产品委托给其他合作厂商生产加工、全程监督生产加工过程、对产品质量严格把关验收、将最终产品通过公司的终端销售网络进行销售。

生产管理方面，公司生产以能够快速满足市场需求为目的，突出强调计划、质量、成本的管理和控制。在计划安排上，公司制造中心根据公司年度规划、生产员工数量等情况综合制定年度生产计划、季度生产计划，并将该等计划分解到每周，同时制造中心内各部门定时沟通，以保证生产计划能够灵活调整以适应市场需求。公司生产始终保持一定的“柔性能力”——不完全排满产能、保留10%~15%的生产能力以备插单。公司年度生产计划完成率达到98%以上。

质量管理方面，公司制定了严格的质量管理体系，生产过程中严控每一件产品质量，并由公司技术质量中心抽检。公司从作样开始控制质量，并研究生产过程中可能出现的问题。对于新产品，公司先试投产200件，确认合格后再生产；实行试穿制度，保证产品质量。对于成品，公司从面料、版型、工艺、尺寸等方面进行评价，产品合格率能够达到96%以上。

公司生产重视产品品质。在生产工艺上，公司将西裤生产工艺细化为约108道工序，将茄克细化为约90道工序，进行专业标准化生产，并在生产的关键环节设置专职检验员对产品进行检验，以保证产品品质。公司选用杜克普、兄弟等国内外先进的生产设备，结合工艺要求进行技术改良，形成具有自身特点的生产工艺。

产能、产量及产能利用率方面，公司生产的茄克、衬衫、T恤以及西装、西裤、休闲裤分别共

用相同/相近的生产线，在计算产能与产量时，为了方便分析，统一将茄克、衬衫、T恤的产能与产量折算为以茄克为标准品的标准产能与产量，将西装、西裤、休闲裤的产能与产量折算为以西裤为标准品的标准产能与产量，如下表所示。公司产能及产量主要集中在裤类产品，与裤类产品是公司核心产品相一致；公司各类产品产量下降较大，主要系服装行业不景气、销量减少所致。

从产能利用率来看，2013~2015年，公司茄克类产品产能利用率均呈波动下降趋势，主要是公司生产采取的是以销定产的方式，上述产品产量受市场行情影响下降所致；公司裤类产品的产能利用率稳中有升，系裤类产品是公司核心产品、市场竞争力强、需求较高所致。整体上看，近年来，公司各类产品产能利用率均在78%以上，特别是茄克、衬衫、T恤类产品的产能利用率均超过90%，公司整体产能利用率尚可。

表4 2013~2016年上半年公司自制产品产能及产量情况（单位：万件、%）

品类	折算标准品类	指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
茄克	茄克	标准产能	54.00	54.00	50.00	25.00
衬衫						
T 恤						
茄克	茄克	折算产量	54.75	50.72	47.99	24.42
衬衫						
T 恤						
产能利用率			101.39	93.92	95.98	97.68
西装	西裤	标准产能	520.00	510.00	500.00	250.00
西裤						
休闲裤						
西装	西裤	折算产量	406.20	402.48	398.30	189.94
西裤						
休闲裤						
产能利用率			78.11	78.92	79.66	75.98

资料来源：公司提供

从生产成本构成来看，公司产品的生产成本主要由原材料、人工和制造费用构成，见下表。T恤类产品生产工艺较简单，因此公司T恤生产成本中，直接材料的占比最高，制造费用占比最低；与之形成对照的是，西装生产工艺复杂，生产成本中直接材料占比较低T恤低，2015年直接材料占比为43.86%，制造费用占比为25.67%。总体看，公司产品生产成本主要由直接材料构成，人工成本其次，制造费用最少。

表5 2015年公司自产产品成本构成情况（单位：%）

产品名称	直接材料占比	直接人工占比	制造费用占比
男裤	64.15	20.05	15.80
茄克	53.83	27.59	18.58
衬衫	64.80	21.22	13.98
西装	43.86	30.47	25.67
T恤	70.95	17.10	11.95

资料来源：公司提供

总体看，公司建立了较为完善的生产流程，服装生产规模较大、生产经验丰富、管理成熟，

生产过程具有计划性、突出产品质量与品质；近年来，公司主要产品产量呈持续下降态势，整体产能利用率尚可。

4. 市场销售

(1) 销售情况

销售方面，公司营销组织趋向扁平化，公司总部成立市场品牌中心、销售管理中心和商品管理中心，分别负责市场、销售和商品管理。

从销售方式上看，公司销售以直营店和加盟店为主，网上销售作为补充。公司目前采取集中订货模式，主要通过订货会获取订单，一般每年召开春夏、秋冬两次大型订货会，订货会的订单基本都能得到有效执行。直营模式是指在国内重点的一、二级城市及经济发展好市场潜力大的三级城市，由公司与百货商场合作设立直营商场专柜或者设立九牧王品牌专卖店，直营模式下商场专柜或专卖店人员均由公司派出，并接受公司统一管理运营，经营收益与风险均由公司承担；公司对其拥有较强的渠道控制能力。加盟模式是指在特定地域、特定时间内，公司授予加盟商九牧王品牌服装的经营权，双方签订经销合同约定双方的权利义务，加盟商在店内只能销售九牧王品牌的服装。公司统一加盟店铺形象、支持加盟店铺运营、员工培训等，并在统一标准价的条件下给予一定价格浮动空间（需报批）。公司与加盟商的结算方式一般为现款现货，赊销额度和期限需经公司审批。网上销售，主要销售渠道为天猫、京东、唯品会、苏宁易购等第三方平台，公司发展网上销售的电商主要销售一些平价商品以消化库存。

从公司各销售渠道销售情况来看，目前公司产品销售主要依赖加盟和直营，两者合计占比达到 90%以上，团购、网购渠道所占比例较小。从近三年发展趋势来看，为了提高对销售渠道的控制力，公司一、二级加盟渠道销售占比呈下降趋势，一、二级加盟销售占比分别从 2013 年的 22.41% 和 44.21% 降至 2015 年的 14.80% 和 41.10%。2013~2015 年，公司启动零售转型，聚焦于终端门店，在店铺标准、店长培养等多方面强化零售运营能力。公司通过对标准店铺的打造，形成可复制的终端零售运营标准，并在未来向更大范围的店铺覆盖。受益于终端零售运营能力的提升，公司直营渠道销售占比呈持续上升态势，从 2013 年的 25.50% 增至 2015 年的 34.29%。网购渠道销售占比持续上升，三年分别为 5.01%、7.20% 和 7.36%。2016 年上半年，公司销售延续以直营和加盟模式为主，销售占比分别为 42.58% 和 47.40%。未来，公司销售将更加依赖直营渠道，以及更大发挥网购渠道的作用。

表 6 2013~2016 年上半年公司各类模式销售业务情况（单位：万元、%）

销售方式		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~6 月	
		金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
国内销售	直营	63,447.85	25.50	69,251.97	33.69	76,785.59	34.29	41,229.13	42.58
	一级加盟	55,760.53	22.41	29,605.64	14.40	33,135.26	14.80	11,169.96	11.54
	二级加盟	109,985.12	44.21	86,818.90	42.24	92,023.63	41.10	34,723.63	35.86
	团购	7,141.33	2.87	5,086.00	2.47	5,475.23	2.45	748.29	0.77
	网购	12,470.06	5.01	14,792.16	7.20	16,503.38	7.36	8,958.96	9.25
总计		248,804.89	100.00	205,554.67	100.00	223,923.09	100.00	96,829.97	100.00

资料来源：公司提供

2013~2016年6月，公司年末销售终端数量分别为3,124家、2,945家、2,792家和2,777家，其中，直营终端数量分别为778家、871家、877家和884家，加盟终端分别为2,346家、2,074家、1,915家和1,893家。其中，公司直营终端除7家直营专卖店为自有房产，其他均为租赁。近几年，公司对

市场购买力分布分析后，对门店进行合理筛检，加大对低效和亏损店铺的整改与关闭力度，降低营业成本，提高销售效率。未来，公司门店将更多地布局购物中心、专卖店，传统百货的店面将逐渐减少。

公司的服饰销售市场主要集中于国内一、二线城市，公司销售终端已覆盖全国31个省、直辖市、自治区主要城市的重点商圈。从地域分布来看（见下表），公司的销售地区主要集中在华北地区、华东地区和中南地区，三地门店终端数量合计占比73.89%，营业收入合计占比76.86%。

表 7 2015 年公司门店终端与营业收入地域分布情况（单位：家、万元、%）

地域	门店终端	占比	营业收入	占比
华北	458	16.40	29,492.96	13.17
华东	1,002	35.89	94,107.00	42.03
中南	603	21.60	48,498.24	21.66
西南	265	9.49	20,418.38	9.12
西北	266	9.53	19,893.90	8.88
东北	198	7.09	11,512.61	5.14
合计	2,792	100.00	223,923.09	100.00

资料来源：公司年报

2013~2015年，公司加大直营店的建设力度，并提高管理水平，直营店销售额持续上升，2015年直营销额为7.68亿元。受服装行业持续低迷影响，2013~2014年，公司当期平均单店销售额呈下降态势，分别为7.18万元/家/月和7.00万元/家/月；2015年，公司加强启动零售转型，聚焦于终端门店，在店铺标准、店长培养等多方面强化零售运营能力。受益于此，公司当期平均单店销售额增至7.32万元/家/月。2013~2015年，公司当期平均店面平效稳定为0.12万元/平方米/月。2016年上半年，公司直营店的经营效率已经出现提高，平均单店销售额和店面平效¹分别为7.80万元/家/月、0.12万元/平方米/月。

表 8 2013~2016 年 6 月公司直营店销售情况（单位：万元、万元/家/月、万元/平方米/月）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
直营销额	63,447.85	69,251.97	76,785.59	41,229.13
当期平均单店销售额	7.18	7.00	7.32	7.80
当期平均店面平效	0.12	0.12	0.12	0.12

资料来源：公司提供

从产品销售情况来看，受服装行业整体不景气，国内终端消费持续低迷影响，2013~2014年，公司各类产品的销售金额均呈下降趋势。2015年，受益于服装行业去库存化趋于尾声及公司零售运营能力的提升，公司除衬衫外的各类产品销售金额均有所回升。分产品看，裤类产品是公司的主导产品，近三年的销售金额呈波动下降态势，年均复合减少2.05%，趋势与此相似还有西装、茄克、T恤产品。从产销率来看，虽然公司各类产品销量波动下降，但产销率仍处在较高水平；具体看，近三年，裤类产销率波动略降，由2013年的104.47%降至97.12%；茄克产销率波动下降，但仍处于较高水平，2015年为102.89%；衬衫类产销率波动增长，2015年为97.38%；西装类产销率

¹平效=销售业绩÷店铺面积，即是指终端卖场 1 平米的效率，等于一般是作为评估卖场实力的一个重要标准。

持续上升，由2013年的90.08%增至2015年的107.15%；T恤产销率波动下降，由2013年的98.85%降至2015年的96.07%。公司各类产品的产销率均接近或超过100%，说明公司在行业不景气下仍保持了良好的经营状态。从集中度来看，近三年公司前五大客户销售额合计占公司营业收入比重为16.37%、13.57%和16.53%，集中度较低。

表 9 2013~2016 年上半年公司分产品产销量情况（单位：万元、万件、%）

产品名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
裤类	销售金额	116,269.54	102,181.47	111,561.97	52,076.03
	销量	542.19	475.93	500.04	233.98
	产量	519.00	497.79	514.89	244.18
	产销率	104.47	95.61	97.12	95.82
茄克	销售金额	50,402.40	33,099.49	43,939.42	12,563.30
	销量	86.16	59.68	76.24	23.81
	产量	77.32	65.91	74.10	13.96
	产销率	111.43	90.55	102.89	170.56
衬衫	销售金额	35,138.62	29,417.53	28,464.38	14,158.05
	销量	158.83	134.34	128.16	67.25
	产量	165.99	129.07	131.61	75.13
	产销率	95.69	104.08	97.38	89.51
西装	销售金额	18,408.17	14,312.44	15,893.33	4,429.15
	销量	40.83	36.54	38.21	12.03
	产量	45.32	35.28	35.66	11.89
	产销率	90.08	103.56	107.15	101.18
T 恤	销售金额	14,666.14	12,293.65	12,357.88	9,072.72
	销量	59.61	51.55	50.32	38.88
	产量	60.30	46.50	52.38	52.67
	产销率	98.85	110.86	96.07	73.82
其他	销售金额	13,920.02	14,250.10	11,706.11	4,530.72
	销量	105.07	97.58	84.93	36.47
	产量	106.59	89.76	86.05	35.47
	产销率	98.58	108.72	98.70	102.82

资料来源：公司提供

（2）品牌建设

公司作为服装企业，其产品销售与价值提升离不开品牌建设。公司从成立时便重视“九牧王”品牌的建设，通过产品设计、销售终端形象、广告宣传、男裤文化节及西服文化节等营销活动，提升“九牧王”品牌的知名度、美誉度和忠诚度。2013~2015年，公司每年支付的广告及业务宣传费分别为1.15亿元、0.65亿元和0.64亿元，占销售费用的比重分别为19.82%、11.49%和10.99%，占比营业收入的比重分别为4.61%、3.16%和2.82%；公司重视广告及业务宣传，公司广告及业务宣传费用下降系公司根据经济形势及公司发展调整广告策略所致。2013~2015年，公司持续进行“优雅绅士评选”、“绅士节”等活动，提升了精工、优雅的品牌形象。2016年1~6月，公司通过“裤爱艺术”、“父亲节微电影”等活动打造裤文化专家形象的同时进一步提升了公司的品牌形象。

2009年，公司收购“FUN”商标在中国境内和域外注册形成的所有权，并设立全资子公司玛斯公司，对“FUN”品牌进行全新的品牌重塑，全新的“FUN”品牌以成为“潮牌领导者”为愿景。从2013年起，FUN专业设计团队将国际知名动漫图像及潮流品牌元素加入到产品的设计创作

中，与全球知名潮流品牌合作推出联名商品，先后与HELLO KITTY、加菲猫、大力水手、台湾深受明星喜爱的潮牌OUTERSPACE等联名合作。2015年，随着渠道和商品等方面的改善，“FUN”品牌实现销售收入2,940.36万元，同比增长56.44%。

公司同样重视互联网销售渠道和品牌的建设。2015年6月，根据公司发展战略规划，公司全资子公司西藏工布江达县九盛投资有限责任公司（以下简称“九盛投资”）与上海景辉投资管理中心（有限合伙）（以下简称“景辉投资”）发起设立了上海景林九盛欣联股权投资中心（有限合伙）（以下简称“九盛欣联”），投资于互联网时尚生活相关项目。其中九盛投资作为有限合伙人认缴金额9.90亿元，占基金总认缴出资额的99.00%；景辉投资作为普通合伙人认缴金额0.10亿元，占基金总认缴出资额的1.00%。2015年7月31日，九盛欣联与山东韩都衣舍电商集团有限公司（以下简称“韩都衣舍”）签署了《山东韩都衣舍电商集团有限公司增资认购协议》，九盛欣联根据该协议以1,200.00万美元或等值人民币认购韩都衣舍增资后注册资本的5.91%；2015年9月26日，九盛欣联再次以6,000.00万元人民币认购韩都衣舍增资后注册资本的2.40%，此次增资后，九盛欣联持有韩都衣舍8.09%的股权。2015年7月20日，九盛投资与韩都衣舍投资设立了合资公司济南九韩国际电子商务有限公司，利用各自的资源优势，开发推出商务休闲男装系列产品；九盛投资以现金形式出资人民币501万元整，占合资公司注册资本比例为50.1%。

2016年，公司新标牌J1在2016春夏产品季正式启动，J1风格定位为精致、现代、简约，具有国际感的时尚男装，目标消费者为28~35岁的时尚男士。J1标牌在2016春夏主要在现有店铺进行销售，并逐步在购物中心开设独立店铺。

总体看，公司产品销售管理比较规范，产品种类丰富，销售渠道数量多、覆盖广泛；近年来，公司结合行业形势对渠道类型、布局 and 数量进行了调整，已经初步取得效果；公司拥有的“九牧王”品牌知名度和美誉度均较高；公司营销情况整体良好，近年来在互联网品牌和渠道建设方面也采取了积极动作。

5. 产品设计与研发

服装产品受季节、潮流等因素的影响很大，服装企业的设计能力对于产品销售、企业发展有很大的作用。公司设有商品研发中心，专门负责服装设计与研发。

目前，公司商品研发中心有多名国内外知名设计师从事产品设计工作。

Patrick Grandin，毕业于英格兰沃辛的诺斯布鲁克艺术与设计学院，获得男装设计学士学位，拥有超过15年的时尚行业领先设计师的工作经验。1998~1999年在英国曼彻斯特BENCH担任男装设计师，2000~2001年在英国伦敦BOXFRESH担任男装设计师，2001~2003年在英国伦敦DAKS SIMPSON担任男装设计师，2003~2014年在美国纽约ARMANI EXCHANGE先后担任男装（梭织）经理、男装（梭织）高级经理、男装（梭织）设计总监、男装（梭织）及配饰高级设计总监、男装高级设计总监、男装设计副总裁。现任公司创意总监。

菲利普·S，现年37岁，意大利籍，拥有艺术学位证书及时装设计师资格证书。2004~2005年担任Studio Battaglia Ponte的初级设计师。2005~2007年担任Missoni s.p.a设计师，负责主线男装、女装的针织绣花、绣珠和特殊面料的研发和管理。2007~2008年担任Solleone s.r.l首席设计师，负责男装系列“La Martina”。2008~2009年担任Baci&Abbracci男装设计师及男女装设计部负责人，负责S/S2010的季度系列的创意和开发。2009~2012年担任世纪宝姿服饰有限公司（厦门，中国）首席男装设计师。2012年担任迪克逊概念（国际）有限公司（S.T. Dupont, Dickson Concepts (International) Limited Group）首席设计师，负责法国著名品牌都彭FW' 13和SS' 14系列的设计和

研发：2013~2015年担任雅戈尔服装控股有限公司创意总监。现任公司针织首席设计师。

公司重视产品研发，近三年都保持一定规模的研发投入，研发费用占营业收入的比重都在1%以上（见下表）。

表 10 公司近年来研发费用投入情况（单位：万元、%）

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
研发费用投入金额	2,839.60	2,188.49	2,271.40	1,189.92
占营业收入比例	1.14	1.06	1.01	1.21

资料来源：公司年报

公司每年订货会发布的服装新品设计主要来自公司商品研发中心。对于每季新品，商品研发中心一般提前一年开始规划，主要参考与跟踪国际国内流行趋势，并结合公司销售管理中心对畅销面料、颜色等要素的分析，综合考量后做出下一季产品的创意设计。公司每季会设计出 800 个左右 SKU（单款单色的产品）。

总体看，公司重视产品设计与研发，每年保持适度规模资金投入，并且不断吸引国内外人才，以保证公司产品设计的竞争力。

6. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 11.12 次、10.92 次和 12.60 次，呈波动增长态势，主要系公司应收账款降幅高于营业收入降幅所致；存货周转次数分别为 1.59 次、1.33 次和 1.41 次，主要系公司加大去库存力度，存货逐年下降而营业成本波动下降所致；总资产周转次数分别为 0.48 次、0.40 次和 0.43 次，波动下降，主要是受公司销售收入波动下降所致。

表 11 2015 年我国主要男装生产企业经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002029.SZ	七匹狼	8.96	1.79	0.35
002154.SZ	报喜鸟	4.30	0.86	0.50
002569.SZ	步森股份	5.10	1.14	0.54
600177.SH	雅戈尔	52.35	0.57	0.26
600400.SH	红豆股份	13.68	0.54	0.42
002485.SZ	希努尔	2.16	2.20	0.37
601566.SH	九牧王	13.34	1.61	0.43

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

通过上表可以看出，与行业内其他上市公司相比，公司存货周转率处在行业平均水平，应收账款周转率处于行业前列，总资产周转率也处于行业平均水平。

整体看，公司经营效率尚可，处于行业中游水平。

7. 经营关注

公司作为我国知名的服装生产企业，公司业务主要依赖服装产品、特别是男裤产品，未来需要面对以下问题。

宏观经济波动对服装产品需求的影响

服装行业具有周期性，特别是中高端及高时尚度服装品牌，易受宏观经济波动的影响。当前，中国经济进入新常态，经济增速进入换挡期，GDP由高速增长转为中速增长，未来较长一段时间

将延续这一趋势，这将影响消费者服装消费金额与消费习惯；特别是2014年下半年以来，中国股市大幅调整，中国中高收入群体财富缩水较大，直接影响了居民服装消费支出。公司服装产品定位于中高端，受居民收入变化影响较大，公司需及时调整运营策略。

消费者服装需求进一步个性化对公司产品提出更高要求

公司长期实行“订货制”，并非以终端消费者需求直接导向，对消费者需求反应相对滞后；国内服装行业创新能力和机制相对落后，产品同质化较高，服装企业之间竞争激烈。公司需要密切追踪消费需求，及时开发新产品，提升消费者体验，与消费者实现双向沟通，实现以市场为导向的快速反应，提升公司核心竞争力。

公司产品设计失败的风险

服装行业潮流变化很快，公司每年更新产品设计，以适应市场需求的变化。一旦公司产品设计结果与市场需求不符，将会显著影响公司当季产品的销售。为了规避此类风险，公司商品研发中心制定了相应的风险规避机制。

首先，公司对占销量大部分的基本款服装仅作微调，基本款服装需求量大且稳定，保证了公司大部分产品能够实现销售；其次，公司在新产品研发过程中采用全员参与的方式，设计人员的创意构思需要接受销售及其他部门人员的挑战，将市场人员对需求的判断和设计师的构思有机结合，避免新的设计脱离市场需求。通过以上方式，公司确保产品创意基本风险可控。

电商渠道对公司销售渠道的竞争

近年来，电商在我国发展迅猛，传统销售渠道受到极大冲击，零售领域正在经历一场新的革命。目前，公司来自电子商务渠道的销售收入在公司销售收入中占比较小，如果公司不能提高电子商务销售渠道收入，未来将可能处在不利的竞争位置。公司应当抓住零售发展的趋势，充分利用公司成熟且庞大的实体销售网络优势，积极探索并发展线上线下一体化的业务模式。

8. 未来发展

未来几年，公司将继续以“领跑中国男裤，成为商务男装的领导品牌”为品牌愿景，通过开展零售转型、加强商品风格化、利用分标牌服务不同细分消费者，做强男裤，成为商务男装的领导品牌；同时，公司将积极探索服装相关产业投资，不断推动股东价值最大化。

在研发设计方面，公司将加大研发设计投入，进一步提高产品研发能力。公司将持续提升自主研发能力，引进国际设计师团队，建立与知名设计师的合作关系，逐步沉淀品牌设计元素，形成清晰的品牌风格。

在销售方面，公司将推动 MD（Merchandising）企划体系落地、强化零售运营能力。公司将通过强化零售管理及运营团队，设定零售运营标准，强化样板店铺的商品规划和管理、周间验证等措施强化店铺项目，通过强化店长培育计划和客户扶持计划提高零售运营的复制能力，形成门店运营的核心竞争力。

在经营管理方面，公司将提高商品管理水平和快速反应能力。公司将强化商品研发与商品管理之间的联动，使品牌主张及商品能够更好地满足顾客的需求；公司将整合供应资源，实现原材料的战略储备，提高柔性生产能力，实现快速反应，加大季中补单的比例。

公司将探索服装相关产业的投资。未来公司将积极探索服装相关产业的投资，将公司打造成一家以服装为主业的综合性集团公司。

总体看，公司未来发展战略清晰，经营务实稳健；未来随着研发能力和销售能力的提高，公司的整体竞争力有望进一步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年度财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司 2016 年半年报未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。

近三年，公司合并范围出现一定变化，2013 年公司新设并纳入合并范围子公司 2 家；2014 年公司新设并纳入合并范围子公司 1 家；2015 年新设并纳入合并范围公司 1 家。由于合并范围的变化未涉及公司主业变化，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 53.94 亿元，负债合计 11.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.84 亿元。2015 年公司实现营业收入 22.57 亿元，净利润（含少数股东损益）4.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.13 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司合并资产总额 48.74 亿元，负债合计 6.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 41.95 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 9.84 亿元，净利润（含少数股东损益）1.97 亿元，其中归属于母公司净利润 1.98 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.99 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.42 亿元。

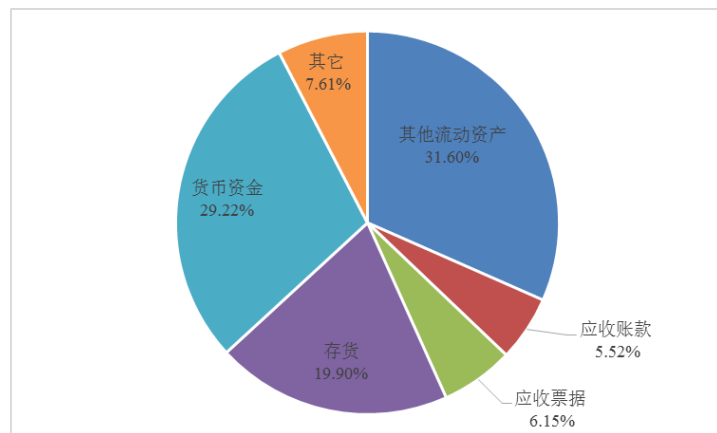
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模基本稳定，三年复合增长率为 1.71%。截至 2015 年底，公司资产总额为 53.94 亿元，较上年末增长 5.11%，主要系非流动资产的增加所致；其中流动资产合计占 54.45%，非流动资产合计占 45.55%，流动资产占比较高，是公司资产的主要组成部分。

流动资产

2013~2015 年，由于公司营业收入波动下滑以及对往季产品清理导致存货规模下降，近三年公司流动资产复合增长率为-14.35%；截至 2015 年底，公司流动资产合计 29.37 亿元，以货币资金（占比 29.22%）、应收票据（占比 6.15%）、应收账款（占比 5.52%）、存货（占比 19.90%）和其他流动资产（占比 31.60%）为主，如下图所示。

图 4 公司 2015 年底流动资产构成



数据来源：公司年报

公司近年来货币资金较为充足，主要是公司 2011 年上市募集资金到位所致，但是随着公司逐

步使用上述资金，公司货币资金年末余额呈现波动下降态势，年均复合减少 26.90%。截至 2015 年底，公司货币资金余额 8.58 亿元，较上年末增长 12.74%，主要系公司对外融资增加所致。其中，库存现金占比 0.05%，银行存款占比 70.78%，其他货币资金占比 29.17%。受限货币资金合计 1.36 亿元，占比 15.83%，主要为美元借款保证金、远期结售汇保证金及银行承兑汇票保证金；货币资金受限规模较小。

2013~2015 年，公司存货年末账面价值年均复合下降 3.31%，主要系公司加大去库存力度所致。截至 2015 年底，公司存货账面价值 5.84 亿元，较上年末下降 1.52%；由库存商品（占比 84.85%）、原材料（占比 10.74%）、在产品（占比 2.27%）、周转材料（占比 0.47%）以及委托加工物资（占比 1.67%）构成，以库存商品为主。由于公司库存为服装及其原材料，随着季节更替和潮流变化，可能出现可变现价值低于账面成本的情况，截至 2015 年底，公司对原材料和库存商品合计计提了 0.83 亿元存货跌价准备，计提比例为 12.41%，计提较为充分，但存货仍有一定减值风险。

公司应收账款的来源是公司自营业务和加盟业务，公司自营业务主要在大型商场租赁店铺进行销售，商场每月与公司进行结算，公司在结算时即确认收入，但是商场与公司实际现金结算时点晚于收入确认时点，一般 45 天左右；而公司加盟业务主要为针对公司一级加盟客户和二级加盟客户，通常公司会给优质的加盟客户一定的提货信贷额度，分为普通信贷和临时信贷；其中，普通信贷主要为公司根据外部经济环境并结合公司当年加盟政策和财务政策，在每年年初提出信贷总额度及分配方案，普通信贷期限一般不超过 6 个月；临时信贷总额度控制在当季订货金额一定比例内且期限不超过 15 天。2013~2015 年，公司应收账款呈持续下降态势，年均复合下降 5.69%，主要系近三年公司营业收入规模下降，导致应收账款同比比例下降。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 1.62 亿元，较年初下降 7.94%；计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例为 5.83%，计提比例一般；组合中全部为采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款，其中账龄在 1 年以内的占比为 97.36%，1 至 2 年占比 1.58%，2 至 3 年以上占比 0.83%，3 年以上占比 0.23%，整体账龄较短。截至 2015 年底，公司前五名应收账款余额为 0.12 亿元，占当期应收账款余额的 7.15%，集中度低。

表 12 2015 年公司前五名的应收账款情况（单位：万元、%）

名称	期末余额	占应收账款期末余额合计数的比例
第一名	300.33	1.74
第二名	264.15	1.53
第三名	254.33	1.48
第四名	251.23	1.46
第五名	161.86	0.94
合计	1,231.90	7.15

资料来源：公司审计报告

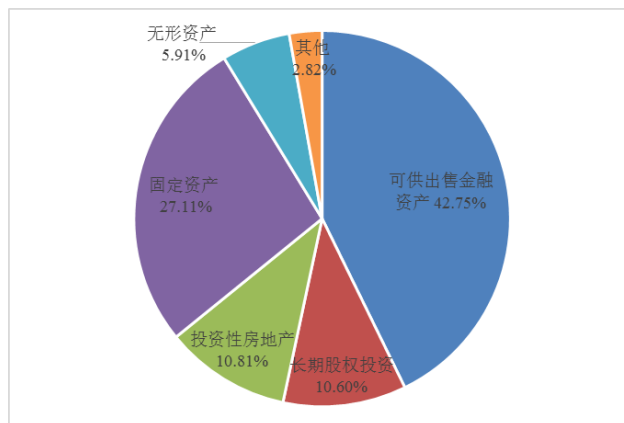
2013~2015 年，受服装市场持续低迷影响，公司应收票据持续减少，年均复合下降 14.35%。截至 2015 年底，公司应收票据账面价值 1.81 亿元，较年初下降 11.55%，主要系公司部分应收票据中商业承兑汇票到期承兑所致；其中，银行承兑汇票占比 0.81%，商业承兑汇票占比 99.19%。

2013~2015 年，公司其他流动资产波动减少，年均复合下降 14.97%，截至 2015 年底，公司其他非流动资产账面价值 9.28 亿元，较上年末大幅下降 53.98%，主要系公司赎回的理财产品增加所致。公司其他流动资产中理财产品占比 96.19%，其余为抵扣增值税进项税额和预缴企业所得税。从公司公告的理财产品的投资情况来看，公司购买的理财产品整体风险水平较低，收益稳定，发生大幅减值的可能性较小。

非流动资产

2013~2015 年，受可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资增长推动，公司非流动资产年均复合增长 42.48%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 24.57 亿元，非流动资产以固定资产（占比 27.11%）、无形资产（占比 5.91%）、投资性房地产（占比 10.81%）、长期股权投资（占比 10.60%）和可供出售金融资产（占比 42.75%）为主，如下图所示。

图 5 2015 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2013 年，公司可供出售金融资产无年末余额，2014 年公司以 2.98 元/股投资财通证券股份有限公司（以下简称“财通证券”）6,200 万股，年末余额为 1.85 亿元，公司以成本法计量该投资。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产账面价值 10.50 亿元，较上年末增长 468.36%，主要系 2015 年公司购买的债券、基金、认购期限大于一年的理财产品以及参股北京瑞誉金合投资管理中心（有限合伙）、北京清科致达投资管理中心（有限合伙）和上海向心云网络科技有限公司股权所致。公司在上述三公司的持股比例分别为 8.57%、3.13%和 10.00%。截至 2015 年末，公司以账面价值 1.18 亿元可供出售金融资产作为公司短期借款的抵押品，在可供出售的金融资产中占比 11.24%，属于受限资产。

2013~2015 年，公司固定资产持续减少，年均复合下降 10.81%，截至 2015 年底，公司固定资产净额为 6.66 亿元，较上年末下降 17.07%，主要系部分固定资产转入投资性房地产所致。公司固定资产原值 9.67 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 59.35%）、机器设备（占比 11.75%）、办公设备及其他（占比 26.22%）和运输工具（占比 2.68%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.01 亿元，固定资产成新率 68.90%，成新率尚可。

2013~2015 年，公司投资性房地产增长较快，年均复合增长 47.51%，截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值 2.66 亿元，较上年末增长 91.69%，主要系公司将九牧王商务中心部分自用的房产等转为出租并计入投资性房地产所致。公司采用成本法计量投资性房地产价值，截至 2015 年底，公司投资性房地产账面原值 3.22 亿元，由房屋建筑物（占比 93.16%）以及土地使用权（占比 6.84%）构成，其中房屋建筑物原值 3.00 亿元，累计计提折旧 0.54 亿元，成新率 82.10%，成新率较高。公司九牧王商务中心地处观音山总部群，位置良好，周边环境及配套完善，公司以成本法计量该商业楼宇，未来有一定增值空间；同时联合评级也关注到观音山总部群汇集了匹克、鸿星尔克、七匹狼、特步等一批服装类企业的办公总部，商业办公用房供应量较大，在建面积也较多，需要持续关注九牧王商务中心出租率和租金情况。

2013~2015 年，公司无形资产规模稳定中有所下降，年复合下降 0.50%，截至 2015 年底，公

司无形资产账面价值 1.45 亿元，较上年末增长 0.96%，主要系土地使用权的增加所致。截至 2015 年底，公司无形资产账面原值 2.01 亿元，其中土地使用权、软件使用权和商标权分别占 65.99%、21.38%和 12.64%，累计摊销 0.34 亿元。截至 2015 年底，公司针对商标权累计计提了 0.22 亿元减值准备，主要是公司对其购买的“FUN”和“VIGANO”品牌进行减值测试后认为可收回金额小于零，因此对上述商标权全额计提了减值准备所致。

2013~2014 年，公司无长期股权投资。截至 2015 年底，公司长期股权投资账面价值 2.60 亿元，主要为 2015 年公司发起设立了上海景林九盛欣联股权投资中心（有限合伙），投资于互联网时尚生活相关项目；以及发起设立了上海华软创业投资合伙企业（有限合伙），投资于新文化时尚相关项目。

截至 2015 年底，公司受限资产合计 2.54 亿元，占资产总额比例 4.71%，受限比例较小。

截至 2016 年 6 月底，公司资产合计 48.74 亿元，其中流动资产占 53.76%，非流动资产占 46.24%，以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来公司资产规模基本稳定，流动资产中现金及其他流动资产占比较高，流动性较好，存货跌价准备计提较为充分；非流动资产中可供出售金融资产增值空间较大，投资性房地产以成本计量。公司资产质量整体良好。

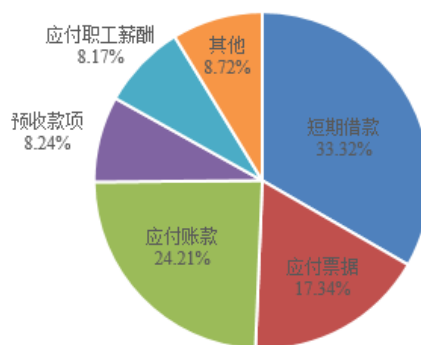
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债总额增长较快，年均复合增长 26.17%，主要系流动负债增长所致。截至 2015 年底，公司负债合计 11.05 亿元，以流动负债为主，流动负债占比 98.91%，公司负债结构有待改善。

2013~2015 年，公司流动负债增长较快，年均复合增长 25.48%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 10.93 亿元，较年初增长 58.14%，主要系新增短期借款所致；公司流动负债主要以短期借款（占比 33.32%）、应付票据（占比 17.34%）、应付账款（占比 24.21%）、预收款项（占比 8.24%）以及应付职工薪酬（占比 8.17%）为主，如下图所示。

图 6 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2013~2014 年，公司无短期借款，截至 2015 年底，公司短期借款合计 3.64 亿元，主要由质押借款（占比 92.22%）以及抵押借款（占比 7.78%）构成。

公司应付票据全部为银行承兑汇票，主要为采购面、辅料及其他货品产生。2013~2015 年，

公司应付票据波动增长，年均复合增长 2.00%，截至 2015 年底，公司应付票据余额 1.90 亿元，较上年末 17.30%，主要是受全年采购量总体增加影响所致。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 0.53%，截至 2015 年底，公司应付账款余额为 2.65 亿元，较上年末下降 1.72%，主要系应付货款以及工程款减少所致。公司应付账款主要为应付货款、应付设备及货架款、应付工程款以及委托加工款，分别占年末应付账款余额的 65.71%、22.02%、5.43%和 1.28%。公司应付账款账龄均在一年以内。

2013~2015 年，公司预收款项波动增加，年均复合增长 9.59%，截至 2015 年底，公司预收款项 0.90 亿元，较上年末下降 20.42%，主要系预收加盟商货款减少所致；公司预收款项由预收货款（占比 98.79%）以及预收房租（占比 1.21%）构成。

2013~2015 年，公司应付职工薪酬有所增长，年均复合增长 11.74%，截至 2015 年底，公司应付职工薪酬 0.89 亿元，较上年末增长 13.66%，主要系短期薪酬增加所致。应付职工薪酬主要是应付职工工资、奖金、津贴和补贴构成。

2013 年，公司无非流动负债；2014~2015 年，公司非流动负债分别为 602.00 万元和 1,202.61 万元；截至 2015 年底，公司非流动负债主要为给予 VIP 客户消费积分产生的递延收益（占比 99.57%）以及公司递延所得税负债（占比 0.43%）。

由于公司资本结构稳健保守，近三年无长期借款，公司全部债务主要由短期借款以及应付票据构成，公司全部债务资本化率分别为 3.87%、3.52%和 11.43%，波动上升，但仍处于很低水平。公司债务负担轻。

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务 1.51 亿元，全部为短期债务，公司全部债务资本化率为 3.48%，公司债务负担低。

总体看，公司近年来负债规模较小，主要以经营性的流动负债为主，刚性债务规模小，债务负担轻。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 2.59%，主要系未分配利润下降所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 42.89 亿元，归属于母公司的所有者权益合计 42.84 亿元，占所有者权益比重为 99.89%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 13.40%，资本公积占比 60.06%，盈余公积占比 5.98%，未分配利润占比 20.01%，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2016 年 6 月底，公司所有者权益 41.99 亿元，较上年末下降 2.08%，所有者权益结构较年初变化不大。

整体看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

受服装行业景气度下降以及国家政策等因素影响，公司销售规模波动下降，2013~2015 年，公司的营业收入分别为 25.02 亿元、20.68 亿元以及 22.57 亿元，年均复合下降 5.02%；公司营业利润三年分别为 6.66 亿元、4.30 亿元和 4.83 亿元，年均复合下降 14.87%，主要系投资收益的减少以及财务费用的增加所致；受此影响，公司净利润波动下降，三年分别为 5.37 亿元、3.51 亿元和 4.04 亿元，年均复合下降 13.27%。

从期间费用方面来看，2013~2015 年，公司期间费用持续上升，分别为 6.85 亿元、6.99 亿元和 7.89 亿元，年均复合增长 7.28%，主要系财务费用大幅增长所致。2013~2015 年，公司销售费用小幅下降，分别为 5.82 亿元、5.68 亿元和 5.80 亿元，年均复合下降 0.16%，近年来公司在行业景气度下

降的情况下，公司控制了广告宣传费用支出，但人工费用上升及店面装修费用有所增加，导致整体销售费用波动不大；公司管理费用有一定增长，分别为1.83亿元、2.06亿元和2.06亿元，年均复合增长5.90%，主要受人工费用增加以及九牧王商务中心折旧增加推动所致；2013~2014年，公司财务费用均为负值，主要系2013年以及2014年公司无有息借款以及募投资金定期存款产生利息收入所致；2015年公司财务费用为301.16万元。2013~2015年，公司费用收入比分别为27.38%、33.79%和34.94%，占比较高且呈逐年上升态势。一方面，较高的销售和管理费用占比符合公司高端品牌服装营销驱动的业务模式特点；另一方面，也显示出公司销售和管理费用刚性较强，经营杠杆较高的财务特征，导致公司净利润波动幅度高于营业收入波动幅度。公司整体费用控制能力有待加强。

从盈利指标看，2013~2015年，受公司收入利润下滑的影响，公司盈利指标呈波动下降的态势，总资本收益率分别为11.55%、7.54%和8.71%；总资产报酬率分别为13.24%、8.65%和9.47%；净资产收益率分别为12.06%、7.83%和9.27%。由于公司负债率很低，因此净资产收益率与总资产收益率比较接近。公司盈利指标虽然呈现下降态势，但盈利能力仍较强。

从同行业比较情况看，公司毛利率水平处于行业领先地位，总资产报酬率和净资产收益率处于行业平均水平，如下表所示。整体看公司盈利能力良好。

表 13 2015 年同行业上市公司盈利能力指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	销售毛利率	总资产报酬率
002029.SZ	七匹狼	5.55	42.85	2.53
002154.SZ	报喜鸟	3.62	57.97	4.48
002569.SZ	步森股份	2.24	38.82	3.23
600177.SH	雅戈尔	23.84	37.85	10.71
600400.SH	红豆股份	4.74	24.36	3.01
002485.SZ	希努尔	1.15	27.64	1.84
601566.SH	九牧王	9.27	57.96	8.98

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016年1~6月，公司经营状况正常，实现营业收入9.84亿元，较上年同期下降4.19%；实现营业利润2.06亿元，较上年同期下降24.75%，主要系投资收益的减少所致；实现净利润1.97亿元，同比下降11.66%。

总体看，近年来，受行业景气度下降的影响，公司营业收入波动下降，利润水平也出现下滑，公司费用刚性较大，但整体上公司盈利能力尚属良好。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015年，受服装行业持续低迷影响，公司销售商品收到的现金波动下降，公司经营活动的现金流入分别为29.99亿元、25.76亿元和26.46亿元，年均复合下降6.06%。2013~2015年，公司经营活动现金流出分别为24.40亿元、21.03亿元和21.06亿元，呈波动下降态势，年均复合下降7.09%，主要系公司购买原材料等支付的现金波动减少所致。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流净额分别为5.59亿元、4.74亿元和5.40亿元，呈波动下降态势，年均复合下降1.70%。从收入实现质量来看，2013~2015年现金收入比分别为115.54%、118.72%和115.03%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2013~2015年，公司投资活动现金流入分别27.53亿元、49.24亿元和53.18亿

元，呈持续增长态势，年均复合增长38.99%，主要系公司赎回理财产品导致现金增加所致。2013~2015年，公司投资活动现金流出分别为38.93亿元、58.01亿元和55.46亿元，呈波动增长态势，年均复合增长19.36%，主要系公司投资支付的现金增加所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-11.40亿元、-8.77亿元和-2.28亿元，投资活动产生的现金流持续处于净流出状态，但净流出规模有所下降。

从筹资活动来看，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流入分别为0.46亿元、0.31亿元和6.43亿元，呈大幅增长态势，年均复合增长273.06%，主要系2015年公司加大对外融资所致。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流出分别为4.55亿元、4.80亿元和9.77亿元，呈持续增长态势，年均复合增长46.59%，主要系公司分配现金股利、利润以及偿付利息等支出增加所致。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-4.08亿元、-4.49亿元和-3.34亿元，筹资活动产生的现金流持续处于净流出状态，但净流出规模有所下降。

2016年1~6月，公司实现经营性现金净流入1.99亿元，投资性活动现金净流入1.67亿元，筹资性活动现金净流出5.12亿元。

总体看，经营性现金流呈现稳定净流入状态；投资性现金流出主要为购买理财产品等所致，与公司主业经营关联度不高；公司收入实现质量较好；整体上公司现金流较为充沛。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率分别为5.77倍、5.48倍和2.69倍，速动比率分别为4.87倍、4.62倍和2.15倍，2013~2014年，公司流动比率及速动比率均处于较高，但公司2015年流动比率和速动比率分别较2014年大幅下降，主要系公司2015年短期借款增加3.64亿元，导致流动负债增幅较大。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为10.17倍、5.98倍和2.10倍，呈持续下降态势，主要系公司近年来货币资金波动下降以及短期借款的增加所致；公司经营现金流动负债比率逐年下降但仍处于较高水平，分别为80.51%、68.53%和49.41%，经营净现金流对流动负债的保护能力高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBIDTA分别为7.51亿元、5.31亿元和5.84亿元，呈波动下降态势，年均复合下降11.86%，主要系公司利润水平下降所致。2015年公司EBIDTA主要由利润总额（占比84.15%）、计入财务费用的利息支出（占比1.18%）和折旧（占比12.51%）以及摊销（占比2.16%）构成。2013~2014年，由于公司无有息借款，故无利息支出；2015年公司EBIDTA利息倍数为84.54倍，处于良好水平，EBIDTA对利息的覆盖程度很高。2013~2015年，公司EBIDTA全部债务比分别为4.12倍、3.28倍和1.05倍，EBIDTA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年6月底，公司无对外担保事项，公司或有负债风险不大；公司无金额重大的未决诉讼或纠纷。

截至截至2016年8月25日，根据中国人民银行出具的编号为G1035050100010220F的《企业信用报告》，公司无已结清和未结清不良贷款，公司历史信用记录良好。

公司与中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行、民生银行等各商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年6月底，公司及控股子公司已获银行授信额度20.98亿元，已使用0.25亿元，尚未使用银行授信额度20.73亿元，公司间接融资能力较强。

总体看，公司整体偿债能力强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 6 月底，公司债务总额为 1.51 亿元，本次拟发行公司债规模不超过 16 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度大。本次债券发行后，虽然公司债务负担将显著加重，但尚处于合理水平。

以 2016 年 6 月底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 16 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 27.59%、29.43%和 35.14%，分别较发债前上升了 27.59 个百分点、25.95 个百分点和 21.29 个百分点，债务负担有所加重，但公司整体负债水平仍处于较低水平，整体看，公司债务负担仍属较轻。

以 2016 年 6 月底财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 2 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 4.55%、7.72%和 17.24%，分别较发债前上升了 4.55 个百分点、4.24 个百分点和 3.40 个百分点，债务负担有所加重，但公司整体负债水平仍处于较低水平，整体看，公司债务负担仍属较轻。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 26.46 亿元，对本次债券发行额度（16 亿元）的保护倍数为 1.65 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的保护程度较高；公司 2015 年 EBITDA 为 5.84 亿元，对本次债券发行额度（16 亿元）的保护倍数为 0.36 倍，公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较好。

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 26.46 亿元，对本期债券发行额度（2 亿元）的保护倍数为 13.23 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的保护程度很高；公司 2015 年 EBITDA 为 5.84 亿元，对本期债券发行额度（2 亿元）的保护倍数为 2.92 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程度较好。

未来，随着公司品牌建设不断推进以及电子商务渠道的逐步成熟，公司经营规模、盈利水平将有望获得提高，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、品牌影响力、产品竞争力、盈利能力、债务水平等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

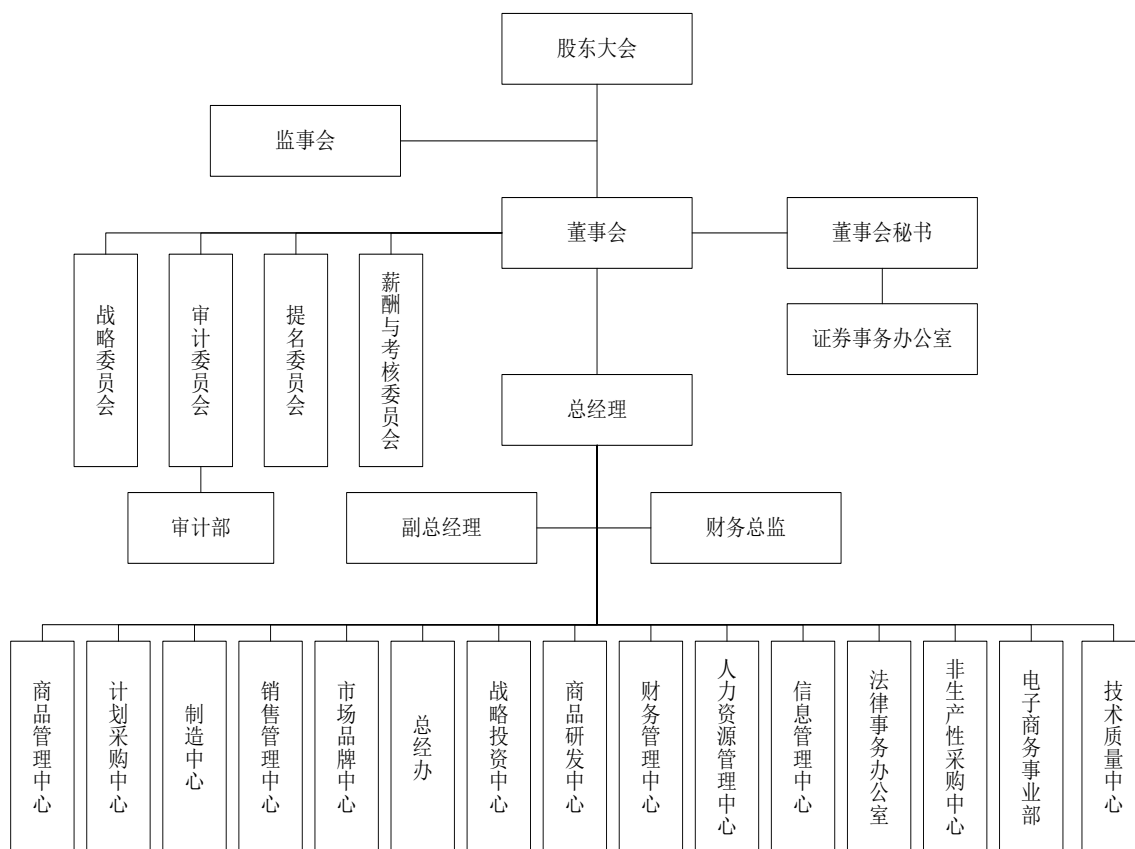
九、综合评价

九牧王作为国内领先的男装生产和销售企业，在品牌知名度、生产规模、销售渠道覆盖和管理能力等方面具有较为明显的优势。同时，联合评级也关注到在全国服装市场不景气的背景下，公司生产经营受原材料价格波动、电子商务渠道竞争以及消费者快速变化的多元化需求的影响产生的不确定性。

未来，随着公司调整渠道结构、增加品类、不断提升设计能力，公司经营有望保持稳健增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 九牧王股份有限公司组织结构图



附件 2 九牧王股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	52.14	51.32	53.94	48.74
所有者权益（亿元）	45.19	44.34	42.89	41.99
短期债务（亿元）	1.82	1.62	5.54	1.51
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	1.82	1.62	5.54	1.51
营业收入（亿元）	25.02	20.68	22.57	9.84
净利润（亿元）	5.37	3.51	4.04	1.97
EBITDA（亿元）	7.51	5.31	5.84	--
经营性净现金流（亿元）	5.59	4.74	5.40	1.99
应收账款周转次数（次）	11.12	10.92	12.60	--
存货周转次数（次）	1.59	1.33	1.41	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.40	0.43	--
总资产收益率（%）	11.55	7.54	8.71	4.32
总资产报酬率（%）	13.24	8.65	9.47	4.40
净资产收益率（%）	12.06	7.83	9.27	4.64
营业利润率（%）	55.59	55.03	56.78	57.08
费用收入比（%）	27.38	33.79	34.94	36.94
资产负债率（%）	13.31	13.59	20.49	13.85
全部债务资本化比率（%）	3.87	3.52	11.43	3.48
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	84.54	--
EBITDA 全部债务比（倍）	4.12	3.28	1.05	--
流动比率（倍）	5.77	5.48	2.69	3.96
速动比率（倍）	4.87	4.62	2.15	3.11
现金短期债务比（倍）	10.17	5.98	2.10	5.43
经营现金流动负债比率（%）	80.51	68.53	49.41	30.11
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.47	0.33	0.36	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.76	2.65	2.92	--

注：公司 2013~2014 年无有息借款。

附件 3 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+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/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+期末所有者权益+期末全部债务) / 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+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 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+营业费用+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资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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负债+应付票据+应付短期债券+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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 九牧王股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年九牧王股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

九牧王股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。九牧王股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注九牧王股份有限公司的相关状况，如发现九牧王股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如九牧王股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至九牧王股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送九牧王股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年九月十四日