

跟踪评级公告

联合[2017]500 号

贵人鸟股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵人鸟股份有限公司主体长期信用状况和发行的“14 贵人鸟”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：

二零一七年五月二十六日

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 2017 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	8 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 26 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	48.27	79.04	77.67
所有者权益 (亿元)	23.84	31.13	32.09
长期债务 (亿元)	7.95	16.88	17.23
全部债务 (亿元)	19.90	40.29	38.76
营业收入 (亿元)	19.69	22.79	7.68
净利润 (亿元)	3.32	3.26	0.95
EBITDA (亿元)	6.04	6.74	--
经营性净现金流 (亿元)	5.99	2.36	0.34
营业利润率 (%)	44.32	39.52	37.52
净资产收益率 (%)	14.36	11.86	--
资产负债率 (%)	50.60	60.62	58.68
全部债务资本化比率 (%)	45.49	56.41	54.71
流动比率 (倍)	2.03	1.61	1.64
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.17	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.44	4.18	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.76	0.84	--

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、2017 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

2016 年，贵人鸟股份有限公司（以下简称“公司”或“贵人鸟”）继续以“全面满足每一个人的运动需求”作为长期使命，持续布局体育产业，通过控股收购的方式，布局了线上线多品牌零售业务及体育经纪业务，体育产业布局初见成效，营业收入有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到运动鞋服行业竞争激烈、公司市场竞争能力有待提高，公司应收账款占比仍较高、资金占用较大，以及短期债务比例较高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，继续通过以“零售为导向”的战略转型加强对经销商的服务。同时，公司也将通过非公开发行股票推动战略升级，从业务转型和产业布局两方面增强公司核心竞争力。随着鞋服行业逐渐回暖、公司业务发展模式转型初显成效以及非公开发行股票的成功，公司未来盈利能力有望增强。

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. 公司是国内较大型的运动鞋服生产企业之一，在国内三、四线市场仍保持较高的知名度和客户认可度。

2. 2016 年，公司通过控股收购的方式，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，公司营业收入有所增长。

3. 2016 年，受益于非公开发行股票成功，公司所有者权益规模有所扩大，权益结构稳定性较好。

关注

1. 服装行业受宏观经济影响较大，行业风险依然存在；运动鞋服行业市场竞争激烈，公司整体销售网络覆盖率仍有待提高。

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，体育产业投入巨大，需要大量资金支持，公司战略转型存在一定的不确定性。

3. 2016 年，公司应收账款规模仍较大，运营资金使用效率有待提高。

4. 2016 年，公司资产负债率有所上升，债务负担有所加重，短期偿债压力有所加大。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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：

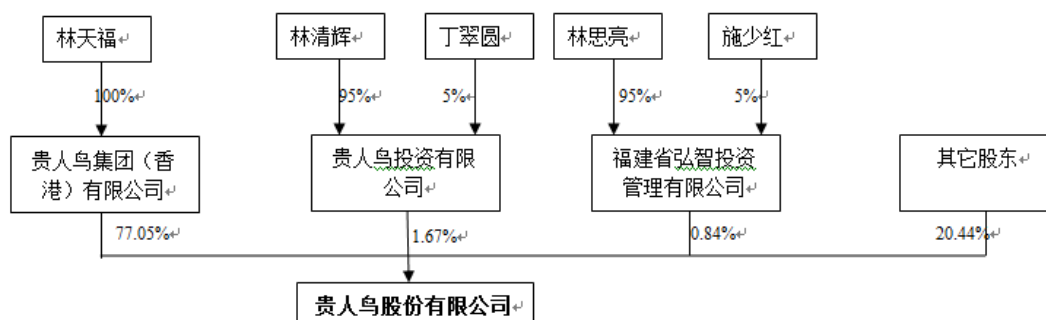
联合信用评级有限公司

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，公司更名为贵人鸟股份有限公司，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 3 月底，公司总股本为 62,860.21 万股，其中贵人鸟香港持股 77.05%，为公司的控股股东。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 77.05%的股权，是公司实际控制人。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2017 年 3 月底，公司下设董事会办公室、办公室、投资部、人力资源中心、战略及经营管理中心等 16 个职能部门（见附件 1），拥有合并范围内子公司 31 家；截至 2016 年底，公司拥有在职员工 5,655 名，较上年增长 23.42%，主要系合并范围扩大所致。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 79.04 亿元，负债合计 47.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 27.88 亿元。2016 年，公司实现营业收入 22.79 亿元，净利润（含少数股东损益）3.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.57 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 77.67 亿元，负债合计 45.58 亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 32.09 亿元,其中归属于母公司所有者权益 28.72 亿元。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 7.68 亿元,净利润(含少数股东损益) 0.95 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 0.83 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.34 亿元,现金及现金等价物净增加额-3.10 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,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 5 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。

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

2016 年,受原材料价格上涨、市场需求放缓以及自身发展阶段转换等内外因素影响,纺织服装行业整体延续了“十二五”以来总量增速逐年放缓的态势,各项指标增速较 2015 年均不同程度下降。国际市场方面,全球经济复苏乏力,国际贸易壁垒以及我国棉花价格倒挂、人工成本增加导致国际订单转移,影响了我国服装出口增长。2016 年,服装及衣着附件出口额累计 1,578.19 亿美元,同比下降 9.40%。国内市场方面,受宏观经济下行、服装行业不景气影响,内需增速趋缓,社会消费品零售总额和服装类零售额增速均呈下降趋势。2016 年,我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元,同比增长 10.40%,增速较上年下降 0.30 个百分点;服装类零售额 1.02 万亿元,同比增长 6.80%,增速较上年下降 2.50 个百分点,增速进一步趋缓。

从盈利状况上看,2016 年,纺织服装行业收入水平增速和盈利能力继续下滑。我国纺织服装、服饰行业企业实现主营业务收入 23,605.10 亿元,同比增长 4.60%,增速较上年下降 1.00 个百分点;实现利润总额 1,364.70 亿元,同比增长 2.40%,较上年下降 1.60 个百分点。

原材料方面,纺织服装业原材料主要为棉花、化纤等。2014 年我国取消棉花临时收储政策以来,国内棉花市场价格持续下滑,内外棉价差持续收窄,截至 2016 年 3 月底,国内 328 棉花价格跌至 11,678 元/吨,2016 年 4 月以来,随着国内纺织企业棉花库存消耗至低点,国储棉轮出时间晚于预期,新疆、长江流域等产棉区受极端天气影响导致棉花供给减少,以及运力紧张等因素影响,国内棉花价格出现大幅反弹,截至 2016 年底,国内 328 棉花价格已上涨至 15,798 元/吨。但从长期来看,棉花下游需求持续低迷,且棉花收储政策形成了大量棉花库存,棉花市场未出现供不应求的局面,棉价上涨空间有限。同时,国际棉价亦呈波动上升趋势,国外棉价仍低于国内棉价。化纤类服装面料价格方面,化纤行业近年来面临较为严重的产能过剩,2016 年以来随着下游纺织服装行业去库存调整后,需求有所回升,涤纶等部分化纤材料价格出现一定程度的上涨,但整体仍处于产能过剩阶段。截至 2016 年底,中国纺织材料化纤类价格指数由年初的 66.34 上升至 85.36。主要原材料价格的上涨给服装纺织企业的经营带来一定压力。

体育用品方面,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。2016 年，在纺织服装行业不景气的情况下，运动服装行业经营情况所有好转，行业复苏迹象明显。2016 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 度等品牌营业总收入增长率都超过 10.00%。

表 1 2016 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
2015 年	71.03	111.27	52.98	44.8	19.69
2016 年	80.34	133.48	54.00	50.5	22.79

资料来源：联合评级根据上市公司公开年报整理

2016 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。

未来发展方面，根据 Euromonitor（欧睿）报告显示，2016 年我国人均体育用品支出为 18.04 美元，而大部分发达国家的平均水平为 100 美元以上，台湾地区为 57 美元，我国运动鞋服人均消费仍远远低于欧美发达国家，随着我国经济的发展，人均可支配收入的提高，我国体育用品市场仍有较大的市场空间。

总体看，2016 年，受原材料价格上涨、需求放缓等因素影响，我国纺织服装行业增速持续放缓；随着全民健身意识的提高，运动服装行业经营情况所有好转，复苏迹象明显，具有持续增长的市场空间，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

截至 2017 年 3 月底，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司通过收购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”）和西班牙公司 The Best Of Your Sports.S.A（以下简称“BOY”），公司主营业务由单一贵人鸟品牌运营延伸至多体育用品品牌零售、招商及代运营业务和足球经纪业务。2016 年，公司实现营业收入 22.79 亿元，较上年增长 15.74%，主要系运动鞋服业务板块收入增长所致；实现净利润 3.26 亿元，较上年减少 1.76%，主要系财务费用大幅增加和营业外收入减少所致。

2016 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.63%，主营业务仍十分突出。从各板块收入来看，2016 年，公司运动鞋服业务板块实现收入 22.19 亿元，较上年增长 12.72%，主要系收购杰之行和名鞋库所致，其中单一贵人鸟品牌产品实现主营业务收入 18.90 亿元，较上年减少 3.98%；招商及代运营业务收入来源于杰之行和名鞋库，杰之行会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，2016 年该业务板块实现收入 0.33 亿元；体育经纪业务收入来源于 BOY，2016 年实现收入 0.19 亿元。

从毛利率的情况看，2016 年公司主营业务毛利率 40.70%，较上年下降 4.48 个百分点，主要系

运动鞋服毛利率下降所致；其中运动鞋服毛利率为 39.84%，较上年下降 5.34 个百分点，主要系杰之行、名鞋库运营的阿迪达斯、耐克等国际知名品牌成品进货价格较高，实体终端门店经营成本较高，同时，公司改进与贵人鸟品牌经销商的合作方式，原来在销售费用下核算的给予经销商的货架支持在 2016 年通过开票给经销商的方式来执行，对应的货架成本变更至主营业务成本，使得单一贵人鸟品牌产品业务毛利率较上年下降 4.07 个百分点至 41.11%；招商及代运营和体育经纪业务毛利率分别为 64.97%和 98.92%，处于较高水平。

表 2 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
运动鞋服	19.68	100.00	45.18	22.19	97.71	39.84	7.36	96.38	37.60
招商及代运营	--	--	--	0.33	1.44	64.97	0.24	3.18	51.74
体育经纪	--	--	--	0.19	0.84	98.92	0.03	0.44	88.51
合计	19.68	100.00	45.18	22.71	100.00	40.70	7.64	100.00	38.28

资料来源：公司年报、2017 年一季报。

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，2016 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 32.15%、13.13%、20.95%和 13.84%，其中华中占比较上年上升 9.61 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。同时，公司新增港澳台和其他境外收入，此收入来自于名鞋库面向港澳台地区的线上销售业务收入和 BOY 在境外的体育经纪业务收入。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.68 亿元，较上年同期增长 46.46%，主要系合并范围增加所致；受此影响，公司综合毛利率下降至 38.28%；净利润 0.95 亿元，较上年同期增长 16.15%，增速低于营业收入主要系合并范围增加使得期间费用增长所致。

总体看，2016 年，通过收购杰之行、名鞋库和 BOY，公司新增招商及代运营和体育经纪业务板块，公司主营业务收入有所增长，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

2016 年，公司持续布局体育产业，通过收购杰之行和名鞋库，使得公司品牌运营由单一贵人鸟扩展至包括 AND1、耐克、阿迪达斯、UA、匡威、New Balance 等，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

2016 年，公司运动鞋服业务收入仍主要来自于贵人鸟品牌收入，收入占比达 85.18%。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，2016 年，由于销量下滑及公司主动消化库存减少生产，公司外协服装采购 995.40 万件，较上年减少 2.90%；公司鞋面材料和鞋底材料采购量分别为 23.41 万米和 1,088.70 万双，分别较上年减少 56.33%和 3.73%。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 27.08%，采购集中度一般。

表 3 2015~2016 年公司贵人鸟品牌产品原材料采购情况

项目	项目	2015 年	2016 年
鞋面材料	采购量（万米）	53.61	23.41
	采购均价（元/米）	43.99	49.43
鞋底材料	采购量（万双）	1,130.92	1,088.70
	采购均价（元/双）	9.58	10.95
外协服装	采购量（万件）	1,025.10	995.40
	采购成本（元/件）	39.49	40.85

资料来源：公司提供

从采购成本看，2016 年，公司鞋类产品原材料价格均有所上涨，其中鞋面材料和鞋底材料价格分别较上年上涨 12.37%和 14.30%，原材料价格的上涨给公司盈利能力的提升带来一定压力。细分看，2016 年，由于产量下降，公司自产鞋类成本较上年下降 6.83%至 50,955.18 万元；其中，直接材料成本为 30,561.95 万元，较上年下降 5.96%；直接人工成本为 9,891.45 万元，较上年下降 13.49%；加工费为 1,834.90 万元，较上年下降 11.12%；制造费用为 8,666.89 万元，较上年下降 0.32%。

表 4 2015~2016 年公司自产鞋类产品成本（单位：万元、%）

项目	2015 年	占比	2016 年	占比
直接材料成本	32,498.45	59.42	30,561.95	59.98
直接人工成本	11,434.25	20.91	9,891.45	19.41
加工费	2,064.48	3.77	1,834.90	3.60
制造费用	8,694.60	15.90	8,666.89	17.01
合计	54,691.79	100.00	50,955.18	100.00

资料来源：公司年报

总体看，由于销量下滑及公司主动消化库存，外协服装和鞋类产品原材料采购有所下降，鞋类产品总生产成本下降；鞋类产品原材料价格上涨，给公司盈利能力的提升带来一定压力。

产品产销

从产能方面看，截至 2016 年底，公司鞋类产品产能为 1,190.00 万双，较上年底无变化。

从产销情况看，由于 2016 年春节旺季采购期间较 2015 年提前到来，部分产量及销量在 2015 年底提前释放，同时公司为控制库存规模，主动减少生产，使得 2016 年公司鞋类和服装类产品销量有所下滑。其中鞋类产品销量为 1,145.46 万双，较上年减少 7.13%，产能利用率下降至 80.79%；服装类产品销量为 1,059.24 万件，较上年减少 5.09%。

从销售价格来看，2016 年，公司鞋类销售均价为 93.69 元/双，较上年增长 4.65%，主要系公司新产品“G10 智能跑鞋”、“迈浪科技跑鞋”等销售单价较高，且销售情况较好所致；服装类产品销售均价为 75.24 元/件，基本与上年持平。

表 5 2015~2016 年贵人鸟品牌产品产销情况

项目	2015 年	2016 年
鞋类产品	产能（万双）	1,190.00
	自行生产产量（万双）	961.46
	外协加工产量（万双）	75.70
	销量（万双）	1,145.46
	销售均价（元/双）	93.69
	产能利用率（%）	80.79

	产销率（%）	107.51	110.44
服装类产品	销量（万件）	1,116.08	1,059.24
	销售均价（元/件）	74.99	75.24
	产销率（%）	108.88	106.41

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 3 月底，公司仍保持 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定收入。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 3 月底，公司共有零售终端达 4,032 家（其中 2016 年初至 2017 年 3 月底新开零售终端 560 家，关闭零售终端 993 家）。

从区域分布看，公司的销售网络仍主要分布在华东和西南区域，截至 2017 年 3 月底，公司位于华东和西南区域终端数量合计占比 46.53%，占比有所降低；三、四线城市门店数合计占比 68.63%，占比有所降低，公司营销网络布局仍集中在三、四线城市。

从客户集中度来看，公司 2016 年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较低。

2016 年 10 月，公司获得 AND1 品牌 30 年授权许可，独家授权公司在大陆及港澳台地区制造、分销、推广商标授权产品，公司单独设立 AND1 品牌部门，下设独立运营部、品牌营销部及研发部等，寻找优质代工企业生产 AND1 商标产品，与传统主业贵人鸟品牌形成资源共享但分割运营模式，以保证全新品种在国内体育用品市场专业性。

总体看，2016 年，公司贵人鸟品牌产品产销量有所下滑；销售网络主要分布在华东和西南区域，三、四线城市门店数量占比较高。

（2）杰之行运营情况

采购模式方面，杰之行采购模式分为期货采购模式和现货采购模式两种，其中期货采购模式是杰之行现阶段的主要采购模式，该种模式是指杰之行通过与品牌公司签订远期产品预定协议来实现货品采购的采购模式；现货采购模式是指通过即时订单直接订货的采购模式。

销售模式方面，杰之行的运动鞋服业务包括线下销售、线上销售、分销批发及联营、当地合作伙伴共同经营店铺零售业务共四种销售模式。线下销售即通过实体店铺向消费者提供应季商品；线上销售分为线上自营模式和线上批发模式，其中线上自营模式是指通过“杰之行天猫旗舰店”、“杰之行京东旗舰店”等电商平台销售过季商品，线上批发模式是指将部分过季商品一次性批发给“唯品会”等电商客户，其通过特卖平台进行售卖。分销批发及联营模式是指杰之行在部分四五线城市发展了下游经销商，将应季货品一次性批发给下游经销商，赚取进销差价，因下游经销商采取买断制期货订货模式，且向杰之行缴纳了一定比例的期货保证金，故在经营此类业务时，无库存风险，且无需占用资金，故销售毛利率较低。此外，在部分经营触角无法延及的区域，杰之行与当地合作伙伴共同经营店铺零售业务，销售货品由杰之行提供，店铺收银、销售指导、陈列、员工管理等由杰之行负责。

2016 年 10~12 月，在国庆、“双 11”、“双 12”等购物节的带动下，杰之行服装、鞋和配饰类产品销售量均大于进货量，其中，销售服装 308,605 件，鞋 357,375 双，配饰 150,211 件；实现营业收入 2.42 亿元，毛利率 39.32%。

表 6 2016 年 10~12 月杰之行运动鞋服业务运营情况

项目	进货量（双、件）	销售量（双、件）	销售均价（元/双、元/件）
服装	259,909	308,605	297.05
鞋	99,937	357,375	401.47
配饰	124,838	150,211	42.47

资料来源：公司提供

从营销网络看，杰之行各终端门店名称为杰之行，截至2017年3月底，营销网络覆盖湖北、湖南、安徽、江西，零售终端数量达301家；按照门店类型划分，集合店44家，专卖店121家，店中店123家，运动城店13家。

总体看，杰之行的销售模式较为多样，销售区域主要为华中地区。

（3）名鞋库运营情况

名鞋库的主要经营模式为电商平台自营模式。具体来说，名鞋库在自有垂直平台 WWW.S.CN 名鞋库网站以及在互联网主营电商平台天猫、京东等开设名鞋库运动旗舰店，买断式、规模化采购国际一线运动休闲品牌产品，整合仓储、物流、店铺、顾客等资源，以相对适中的零售价快速销售商品，通过销售价格与采购成本的差价形成盈利。名鞋库采用多品牌、一站式的策略，满足消费者追求正品、快速、方便的购物体验。

2016年11~12月，与杰之行类似，名鞋库服装、鞋和配饰类产品销售量均大于进货量；名鞋库运动鞋服业务实现营业收入0.87亿元，毛利率13.86%，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 2016 年 11~12 月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）	销售均价（元/双、元/件）
服装	66,951.00	92,350.00	191.64
鞋	202,775.00	276,002.00	247.06
配饰	4,439.00	13,390.00	103.90

资料来源：公司提供

总体看，名鞋库通过电商平台自营模式实现销售收入，毛利率较低。

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。

除线上线下销售外，杰之行部分业务采取招商及转租模式。因部分经营场地面积较大，杰之行会将其中部分面积以扣点模式¹交由其他体育品牌进行经营以分摊经营成本，该模式在整体营业面积中占比较小，此部分业务收入计入招商业务收入。2016年10~12月，杰之行招商业务实现营业收入0.12亿元，毛利率16.56%。

名鞋库的另一收入来源为代运营服务模式。代运营的商业模式是为运动休闲服饰品牌提供网络零售运营整体解决方案，通过为运动休闲服饰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。目前已经与名鞋库合作的代运营品牌包括李宁、茵宝、AKP等5家。代运营业务已成为名鞋库继自营业务之后的第二个快速成长的业务模块，并构成公司重要的利润来源。2016年11~12月，名鞋库代运营业务实现营业收入0.21亿元，毛利率92.87%，处于较高水平，但该业务板块规模较小，对公司净利润贡献程度有限。

¹ 杰之行按照一定比例从转租经销商的销售额中收取租金。

4. 体育经纪业务

公司体育经纪业务的经营主体为BOY。BOY主要从事足球经纪业务，服务内容以及收入来源主要包含对球员服务和对俱乐部服务两部分，对球员主要提供代理球员合同谈判、代理球员转会谈判、代理球员商业活动和广告合同谈判、球员法律咨询和纠纷解决、球员职业生涯和退役后生涯规划、球员个人生活助理、财务顾问等服务，对俱乐部主要提供协助完成买卖球员的转会谈判、协助俱乐部开展球探工作、协助俱乐部和职业联盟完成赛事组织工作等服务。2016年，BOY分别为英超及土超足球俱乐部各引入1名球员，并积极参与了国内足球经纪业务，向中超联赛球队引入2名球员，同时BOY也为境外足球俱乐部及球员在国内市场的发展提供了代理服务。

2016年10~12月，BOY实现营业收入1,913.62万元，毛利率98.92%，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1,066.04万元。

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，2016年，由于公司非公开发行股票成功及合并范围的增加，公司资产、应收账款和存货规模增长较快，总资产周转率由上年0.44次下降至0.36次；公司应收账款周转率由1.49次下降至1.41次；公司存货周转率由5.32次下降至3.99次。

总体看，2016年，公司经营效率有所下降。

6. 重大事项

(1) 2016年非公开发行股票

2016年7月25日，公司召开董事会，审议通过非公开发行股票的相关议案；2016年11月22日，公司收到中国证监会核发的《关于核准贵人鸟股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]2631号），新增股份于2016年12月7日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续，股票限售期12个月。本次非公开发行完成后，公司新增股份数14,602,143股，发行价格27.15元/股，募集资金净额3.82亿元，其中计入股本0.15亿元，计入资本公积（股本溢价）3.67亿元。本次发行后，贵人鸟香港仍为公司控股股东，林天福仍为公司实际控制人。公司本次非公开发行募集资金将用于供应链建设项目。该项目计划建设服装生产线，共5个车间，分别为裁剪车间、服饰车间、缝制车间、整理整烫车间及成品车间，项目投产后预计年产各品牌服装生产能力约1,000万件/套。

总体看，本次非公开发行股票有利于推动公司战略升级，从业务转型和产业布局两方面增强公司的核心竞争力，也有利于优化公司资本结构，增强抗风险能力，促进公司的持续发展。

(2) 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金

公司拟收购威康健身管理咨询（上海）有限公司（以下简称“威康健身”）100%股权，因该事项构成重大资产重组，公司股票自2016年12月12日起连续停牌。2017年3月11日，公司董事会召开会议，审议通过本次重大资产重组预案及其他相关预案。2017年4月19日，公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购威康健身，本次交易拟向不超过10名符合条件的特定对象发行股份募集配套资金不超过

67,500.00 万元，发行股份数量将不超过 125,720,428 股；公司股票于 2017 年 4 月 19 日起复牌。

本次重大资产重组能否获批及公司股份发行能否成功尚存在诸多不确定因素，联合评级将持续关注该事项的后续发展。

7. 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，体育产业投入巨大，需要大量资金支持，公司战略转型存在一定的不确定性。

(2) 原材料价格和劳动力成本上升，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，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。

8. 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 2016 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见，2017 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

从合并范围变化来看，2016 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 4 家子公司，新设 4 家子公司，出售 1 家子公司；2017 年 1~3 月，公司合并范围未发生变化；截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司 31 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模具有一定影响，公司主营业务新增招商及代运营和体育经纪板块，因此财务数据可比性偏弱。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 79.04 亿元，负债合计 47.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 27.88 亿元。2016 年，公司实现营业收入 22.79 亿元，净利润（含少数股东损益）3.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.57 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 77.67 亿元，负债合计 45.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 32.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益 28.72 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.68 亿元，净利润（含少数股东损益）0.95 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.83 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.10 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 79.04 亿元，较年初增长 63.73%，流动资产和非流动资产规模均有所增加。其中，流动资产占 62.85%，较年初下降 5.31 个百分点；非流动资产占 37.15%，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 49.67 亿元，较年初增长 50.98%，主要系应收账款和其他流动资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 28.02%）、应收账款（占 36.82%）、其他应收款（占 8.95%）、存货（占 9.55%）和其他流动资产（占 10.29%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 13.92 亿元，较年初减少 17.05%，主要系公司增加对体育产品的投资及购买理财产品所致，主要由银行存款（占 81.13%）和其他货币资金（占 18.86%）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 18.73%，主要系银行承兑汇票保证金和借款保证金，受限比例一般。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 18.29 亿元，较年初增长 49.60%，主要系公司给予经销商支付货款的信用额度增加和合并范围增加所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.65%，其中账龄在一年以内的占账面余额 85.44%，账龄较短，累计计提坏账准备 0.95 亿元，计提比例 4.95%；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.35%，累计计提坏账准备 0.07 亿元。截至 2016 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 28.53%，公司应收账款客户集中度一般。考虑到 2016 年贵人鸟品牌产品销售收入下滑，且库存规模既然较高，如果经销商出现支付困难，公司将面临坏账损失风险。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 4.45 亿元，较年初增加 4.44 亿元，主要系新增杰之行原大股东占款、待收取的股权受让款、押金保证金和政府补助所致。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 4.75 亿元，较年初增长 177.98%，主要系收购杰之行和名鞋库，使得库存商品增加所致。公司存货主要由库存商品（占 74.43%）、在产品（占 9.41%）和委托加工物资（占 8.17%）构成。公司分别对原材料和库存商品计提跌价准备 78.53 万元和 1,271.15 万元，计提比例为 2.77%。考虑到公司产品竞争激烈，存在一定的存货跌价风险。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 5.11 亿元，较年初增加 4.93 亿元，主要系购买理财产品 5.00 亿元所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 29.36 亿元，较年初增长 91.01%，主要系可供出售金融资产和商誉大幅增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 31.88%）、长期股权投资（占 5.33%）、固定资产（占 23.63%）和商誉（占 19.57%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 9.36 亿元，较年初增长 46.47%，主要系增加对上海慧动域投资中心（有限合伙）、上海竞动域投资中心（有限合伙）和康湃思（北京）网络科技有限公司的投资所致。公司可供出售金融资产全部按成本计量，截至 2016 年底，未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 1.57 亿元，较年初大幅增长 254.79%，主要系增加对康湃思（北京）体育管理有限公司和康湃思（北京）体育咨询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，2016 年确认投资收益-186.53 万元。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 6.94 亿元，较年初增长 27.78%，主要系合并范围增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 90.75%）和机器设备（占 5.34%）构成；累计计提折旧 2.72 亿元，固定资产成新率 60.83%，成新率一般；受限资产为 2.81 亿元，占固定资产账面价值的 66.53%，主要系贷款抵押所致，受限比例高。

截至 2015 年底，公司无商誉。截至 2016 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，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 3 月底，公司资产总额 77.67 亿元，较 2016 年底减少 1.73%，其中流动资产占 59.43%，非流动资产占 40.57%，流动资产占比继续下降，公司资产仍以流动资产为主。

总体看，2016 年，由于收购杰之行、名鞋库和 BOY，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；公司货币资金较充裕，应收账款和存货占比较高，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，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 47.91 亿元，较年初大幅增长 96.13%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 64.45%，较年初下降 1.97 个百分点，非流动负债占 35.55%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 30.88 亿元，较年初增长 90.32%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 38.94%）、应付账款（占 17.42%）和其他流动负债（占 32.35%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 12.02 亿元，较年初增长 99.44%，主要系合并范围增加所致；其中抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为 61.93%、21.85%和 16.22%。

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 2016 年底，公司应付账款 5.38 亿元，较年初增长 70.12%，主要系应付货款增加及合并范围增加所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 9.99 亿元，较年初增长 150.51%，主要系公司发行“16 贵人鸟 CP001”（2.00 亿元）、“16 贵人鸟 CP002”（2.00 亿元）、“16 贵人鸟 SCP001”（3.00 亿元）、“16 贵人鸟 SCP002”（3.00 亿元）共计 10.00 亿元并偿还“15 贵人鸟 CP001”（4.00 亿元）所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 17.03 亿元，较年初大幅增长 107.60%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 23.06%）和应付债券（占 76.04%）构成。

截至 2015 年底，公司无长期借款。截至 2016 年底，公司长期借款 3.93 亿元，主要系为收购杰之行、名鞋库获得的并购借款。公司长期借款主要由质押借款（占 45.83%）和保证借款（占 54.17%）构成。

截至 2016 年底，公司应付债券 12.95 亿元，较年初增长 62.82%，包括公司于 2014 年发行的“14 贵人鸟”（8.00 亿元）和于 2016 年发行的“16 贵人鸟 PPN001”（5.00 亿元）。

截至 2016 年底，公司全部债务 40.29 亿元，较年初大幅增长 102.49%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务占 58.10%，长期债务占 41.90%。截至 2016 年底，公司短期债务 23.41 亿元，较年初增长 96.02%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致；长期债务 16.88 亿元，较年初增长 111.21%，主要系应付债券增加所致。由于债务规模的扩大，截至 2016 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提高 10.01 个百分点、10.93 个百分点和 10.15 个百分点至 60.62%、56.41%和 35.16%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 45.58 亿元，较 2016 年底减少 4.87%，主要系“16 贵人鸟 CP001”和“16 贵人鸟 CP002”到期，其他流动负债减少所致，负债结构较 2016 年底变动不大，仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务总额 38.76 亿元，其中短期债务 21.53 亿元，长期债务 19.23 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 58.68%、54.71%和 34.93%。

总体看，2016 年，公司负债规模大幅增长，负债构成仍以流动负债为主；债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 31.13 亿元，较年初增长 30.54%，主要系公司非公开发行股票成功，股本和资本公积分别增加 0.15 亿元和 3.67 亿元所致；其中归属于母公司所有者权益 27.88 亿元，较年初增长 16.92%。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 89.56%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 22.55%、43.26%和 26.46%，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 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 32.09 亿元，较 2016 年底增长 3.09%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构较上年底变化不大。

总体看，2016 年，受益于非公开发行股票成功，公司所有者权益规模有所扩大，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 22.79 亿元，较上年增长 15.74%，主要系收购杰之行、名鞋库和 BOY，合并范围增加所致；实现营业利润 3.83 亿元，较上年增长 1.61%；实现净利润 3.26 亿元，较上年减少 1.76%，主要系财务费用大幅增加和营业外收入减少所致；归属于母公司所有者的净利润 2.93 亿元。

从期间费用看，2016 年公司费用总额 5.12 亿元，较上年增长 13.95%。其中，销售费用 2.03 亿元，较上年增长 0.24%；管理费用 1.57 亿元，较上年增长 4.68%；财务费用 1.51 亿元，较上年增长 57.35%，主要系公司债务规模增长，利息支出增加所致。2016 年公司费用收入比为 22.47%，基本与上年持平，公司费用控制能力有待提高。

2016 年，公司营业外收入 0.52 亿元，较上年减少 28.00%，主要系政府补助减少所致。公司政府补助主要为政府奖励扶持资金、研发技术投入补助资金和税收奖励资金等，可持续性较弱。2016 年，公司营业外收入占利润总额比重为 11.96%，较上年下降 4.17 个百分点，公司利润总额对营业外收入具有一定的依赖度。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 39.52%，较上年下降 4.80 个百分点，主要系杰之行、名鞋库运营的阿迪达斯、耐克等国际知名品牌成品进货价格较高，实体终端门店经营成本较高，同时，公司改进与贵人鸟品牌经销商的合作方式，原来在销售费用下核算的给予经销商的货架支持在 2016 年通过开票给经销商的方式来执行，对应的货架成本变更至主营业务成本所致；受利润规模下降及资产规模增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2015 年均有一定程度的下滑，分别从 2015 年的 10.90%、12.34%和 14.36%下滑至 2016 年的 8.46%、9.34%和 11.86%，公司盈利能力有所下降。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.68 亿元，较上年同期增长 46.46%，主要系合并范围增加所致；净利润 0.95 亿元，较上年同期增长 16.15%，主要系合并范围增加使得期间费用增长所致。

总体看，跟踪期内，受益于合并范围增加，公司收入规模稳步提升；由于财务费用大幅增长，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，2016 年公司经营活动现金流入为 21.69 亿元，较上年增长 0.29%；经营活动现金流出为 19.33 亿元，较上年增长 23.63%，主要系收购杰之行和名鞋库，其体育用品零售经营成本较高所致。经营活动产生的现金流量净额为 2.36 亿元，较上年减少 60.62%。2016 年公司现金收入比为 93.37%，较上年下降 12.36 个百分点，公司收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入为 7.19 亿元，较上年减少 41.95%，主要系 2015 年公司收回用于购买理财的金额较大，导致 2016 年收回投资收到的现金规模下降所致；投资活动现金流出为 20.36 亿元，较上年增长 13.43%，主要系对体育产业投资增加以及购买理财产品所致；投资活动产生的现金流量净额为-13.17 亿元，流出规模较上年增长 136.70%。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入为 39.25 亿元，较上年大幅增长 274.86%，主要系非公开发行股票成功、新增长期借款和发行债券所致；筹资活动现金流出为 26.86 亿元，较上年大幅增长 223.02%，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 12.38 亿元，较上年大幅增长 475.02%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 0.34 亿元；投资活动现金净流出 1.11 亿元；筹资活动净流出 2.32 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量较低；由于增加对体育产业的投资以及购买理财产品，投资活动现金流呈净流出；公司融资方式灵活，随着未来对体育产业投资规模的增加，筹资压力可能增大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，由于流动负债规模大幅增长，公司流动比率由年初的 2.03 倍下降至 1.61 倍，速动比率由年初的 1.92 倍下降至 1.46 倍，流动资产对流动负债的保护程度有所下降，但仍处于较高水平；公司现金短期债务比由 1.48 倍下降至 0.68 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，2016 年公司 EBITDA 为 6.74 亿元，较上年增长 11.61%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致；公司 EBITDA 由折旧（占 6.63%）、摊销（占 5.19%）、计入财务费用的利息支出（占 23.92%）和利润总额（占 64.25%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 5.44 倍下降至 4.18 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.30 倍下降至 0.17 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 3 月底，公司获得银行授信总额合计 33.22 亿元，其中未使用额度 18.32 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 3 月底，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 2017 年 4 月 24 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 2017 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 13.34 亿元，约为“14 贵人鸟”本金（8 亿元）的 1.67 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 32.09 亿元，约为债券本金（8 亿元）的 4.01 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，2016 年，公司 EBITDA 为 6.74 亿元，约为债券本金（8 亿元）的 0.84 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 21.69 亿元，约为债券本金（8 亿元）的 2.71 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。

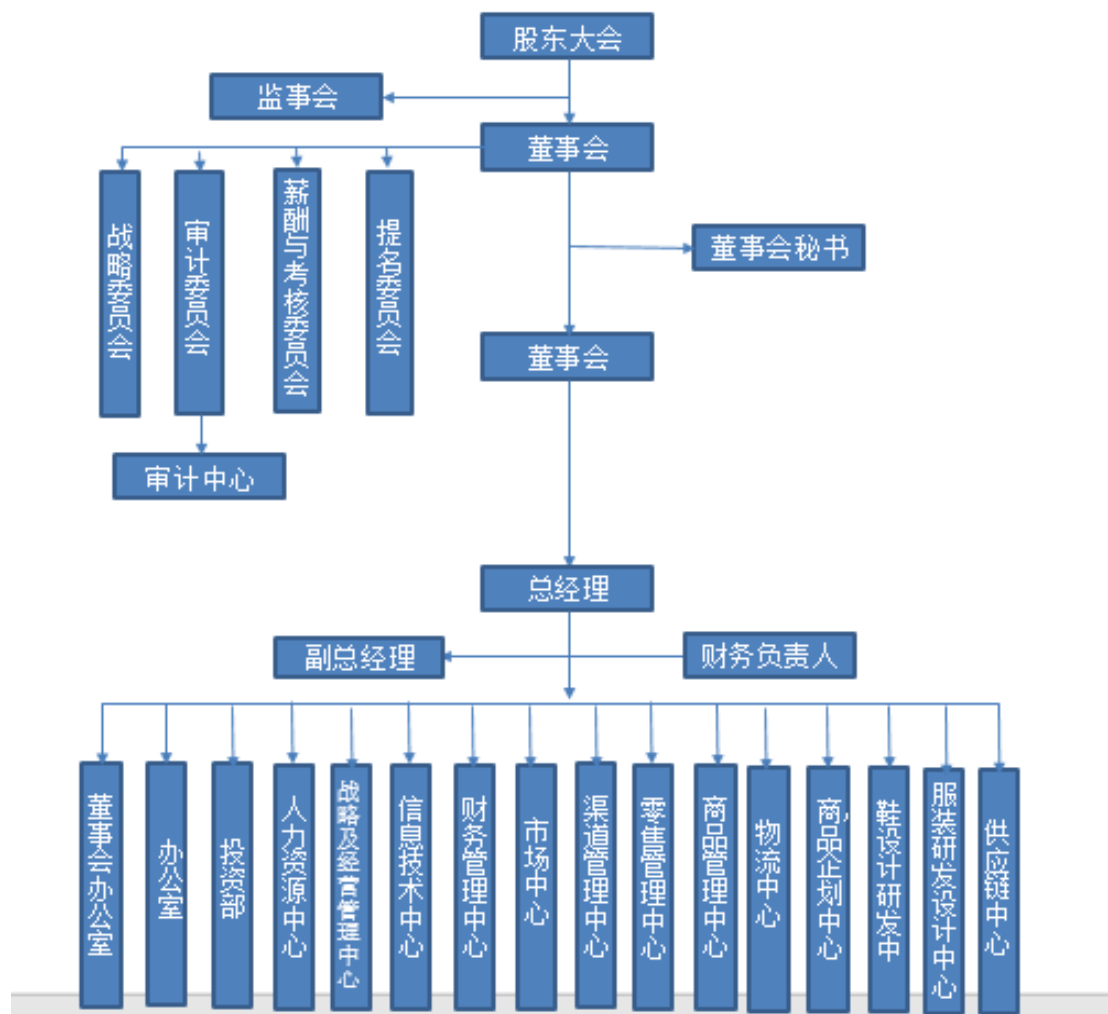
八、综合评价

公司作为国内知名的运动鞋服生产企业之一，多年来坚持深耕“贵人鸟”品牌建设的经营策略。2016 年，公司继续以“全面满足每一个人的运动需求”作为长期使命，持续布局体育产业，通过控股收购的方式，享有了线上线下多品牌零售业务及体育经纪业务收入，体育产业布局初见成效，营业收入有所增长。同时，联合评级关注到运动鞋服行业竞争激烈、公司市场竞争能力有待提高，公司应收账款占比仍较高、资金占用较大，以及短期债务比例较高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，继续通过以“零售为导向”的战略转型加强对经销商的服务。同时，公司也将通过非公开发行股票推动战略升级，从业务转型和产业布局两方面增强公司核心竞争力。随着鞋服行业逐渐回暖、公司业务发展模式转型初显成效以及非公开发行股票，公司未来盈利能力有望增强。

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 组织结构图



附件 2 贵人鸟股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	48.27	79.04	77.67
所有者权益（亿元）	23.84	31.13	32.09
短期债务（亿元）	11.94	23.41	21.53
长期债务（亿元）	7.95	16.88	17.23
全部债务（亿元）	19.90	40.29	38.76
营业收入（亿元）	19.69	22.79	7.68
净利润（亿元）	3.32	3.26	0.95
EBITDA（亿元）	6.04	6.74	--
经营性净现金流（亿元）	5.99	2.36	0.34
应收账款周转次数（次）	1.49	1.41	--
存货周转次数（次）	5.32	3.99	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.36	--
现金收入比率（%）	105.73	93.37	110.39
总资本收益率（%）	10.90	8.46	--
总资产报酬率（%）	12.34	9.34	--
净资产收益率（%）	14.36	11.86	--
营业利润率（%）	44.32	39.52	37.52
费用收入比（%）	22.82	22.47	22.46
资产负债率（%）	50.60	60.62	58.68
全部债务资本化比率（%）	45.49	56.41	54.71
长期债务资本化比率（%）	25.02	35.16	34.93
EBITDA 利息倍数（倍）	5.44	4.18	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.17	--
流动比率（倍）	2.03	1.61	1.64
速动比率（倍）	1.92	1.46	1.48
现金短期债务比（倍）	1.48	0.68	0.62
经营现金流动负债比率（%）	36.95	7.64	1.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.76	0.84	--

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、2017 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 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 + 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 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。