

# 跟踪评级公告

联合[2018]972号

---

九牧王股份有限公司：

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：

**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公开发行的“16 九牧 01”公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十日



---

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>

# 九牧王股份有限公司

## 公司债券 2018 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

| 债券简称     | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间          |
|----------|------|------|--------|--------|-----------------|
| 16 九牧 01 | 2 亿元 | 3 年  | AA     | AA     | 2017 年 6 月 19 日 |

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

### 主要财务数据：

| 项 目               | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)         | 55.20  | 64.13  | 62.35    |
| 所有者权益 (亿元)        | 44.61  | 53.30  | 52.86    |
| 长期债务 (亿元)         | 1.99   | 1.99   | 1.99     |
| 全部债务 (亿元)         | 4.06   | 4.24   | 3.66     |
| 营业收入 (亿元)         | 22.71  | 25.65  | 7.47     |
| 净利润 (亿元)          | 4.22   | 4.92   | 1.93     |
| EBITDA (亿元)       | 5.86   | 7.11   | --       |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 4.47   | 4.96   | 2.15     |
| 营业利润率 (%)         | 55.59  | 56.11  | 56.72    |
| 净资产收益率 (%)        | 9.64   | 10.06  | 3.64     |
| 资产负债率 (%)         | 19.18  | 16.88  | 15.22    |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 8.34   | 7.37   | 6.47     |
| 流动比率 (倍)          | 3.75   | 3.27   | 3.77     |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 1.44   | 1.68   | --       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 158.03 | 91.63  | --       |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 2.93   | 3.55   | --       |

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3.2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

### 评级观点

九牧王股份有限公司（以下简称“公司”或“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、销售渠道覆盖等方面仍保持较为明显的优势。2017 年，受益于男装行业景气度回升，公司盈利能力有所提高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处服装行业竞争激烈、对单一品牌依赖重、电子商务渠道竞争等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司深入调整渠道结构，新品牌业务持续拓展，公司收入及利润水平有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 九牧 01”的债项信用等级为“AA”。

### 优势

1. 2017 年，公司男装生产规模仍较大，受益于男装行业景气度缓慢回升，公司收入规模有所扩大，盈利能力有所提高。

2. 截至 2017 年底，公司资产中可供出售金融资产占比较大，2017 年公司持有的财通证券股份有限公司的股份发行上市，未来减持变现获得的投资收益可以对公司利润及现金流形成一定补充。

3. 公司财务结构稳健，负债水平低，债务负担轻；公司业务毛利率水平较高，现金流状况良好。

### 关注

1. 目前九牧王品牌的营业收入占到公司年度经营收入 90%以上，公司营业收入及其增长过于依赖九牧王品牌，若九牧王品牌的销售出现下滑，将对公司的经营状况产生重大影响。

2. 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不利影响。

3. 公司期间费用对利润侵蚀较大。

## 分析师

唐玉丽

电话: 010-85172818

邮箱: tangyl@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话: 010-85172818

邮箱: puyx@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http://www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

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（以下简称“九牧王中国”），成立于 2004 年 3 月，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，九牧王中国注册资本变更为 8,000 万港币，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，九牧王中国董事会决议将九牧王中国整体变更为外商投资股份有限公司，九牧王中国经审计截至 2009 年 12 月底的净资产 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的出资比例持有相应数额的股份。2010 年 3 月，公司类型变更为股份有限公司，并更为现名。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.SH”。截至 2017 年底，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（以下简称“九牧王国际”），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。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司合并范围包括母公司及 7 家子公司，与上年相比减少 2 家子公司；公司拥有在职员工合计 7,635 人；2017 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 64.13 亿元，负债总额 10.83 亿元，所有者权益合计 53.30 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 53.30 亿元；2017 年，公司实现营业收入 25.65 亿元，净利润（含少数股东损益）4.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.96 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 62.35 亿元，负债总额 9.49 亿元，所有者权益合计 52.86 亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计 52.86 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.47 亿元，净利润（含少数股东损益）1.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.90 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、债券发行及募集资金使用情况

2016年1月4日，经中国证监会证监许可[2015]3072号文核准，公司公开发行面值总额不超过16亿元的公司债券。债券名称为“九牧王股份有限公司2016年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券于2016年9月27日完成发行，债券规模2.00亿元，发行票面利率为3.70%，期限3年，每年付息，到期还本。本期债券已于2016年10月21日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称：“16九牧01”，债券代码：“136729.SH”。

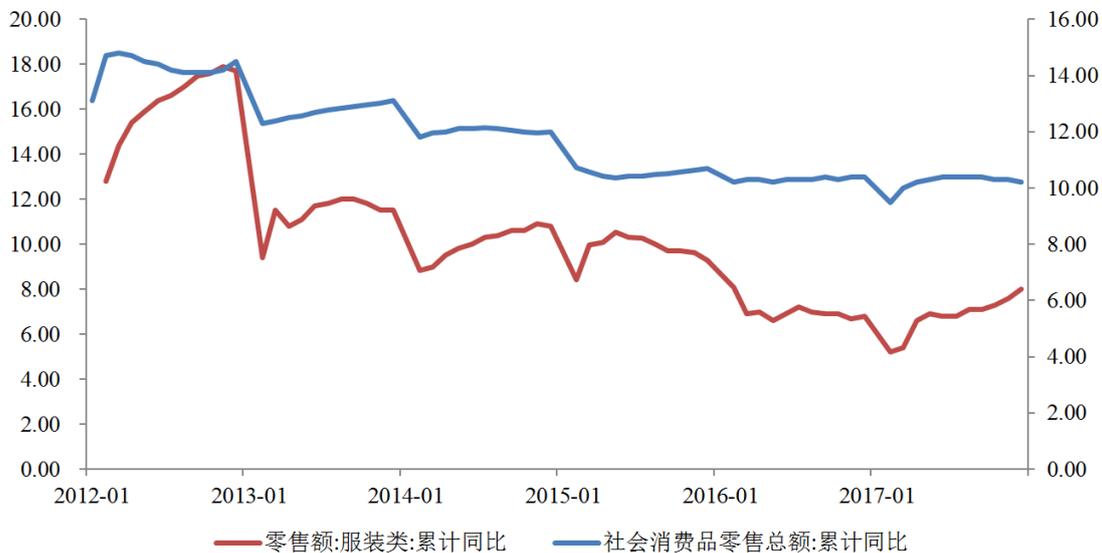
2017年9月，公司完成支付“16九牧01”第一期利息。

截至2017年底，扣除发行费用后，本期债券募集资金已全部用于补充公司流动资金，符合募集说明书中的资金使用用途。

## 三、行业分析

由于我国纺织服装产品附加值较低、行业竞争激烈、国际贸易保护主义升温、资源环境约束增大以及人力成本等生产要素成本上升，加上中国纺织服装业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，2017年，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速仍延续平缓增长状态。具体来看，2016年，我国社会消费品零售总额达33.23万亿元，同比增长10.40%；服装类零售额10,217.60亿元，同比增长6.80%；2017年，我国社会消费品零售总额达36.63万亿元，同比增长10.20%；服装类零售额10,356.40亿元，同比增长8.00%，增速较上年小幅上升。

图2 2012年以来我国社会销售总额与服装类零售额增速比较（单位：%）

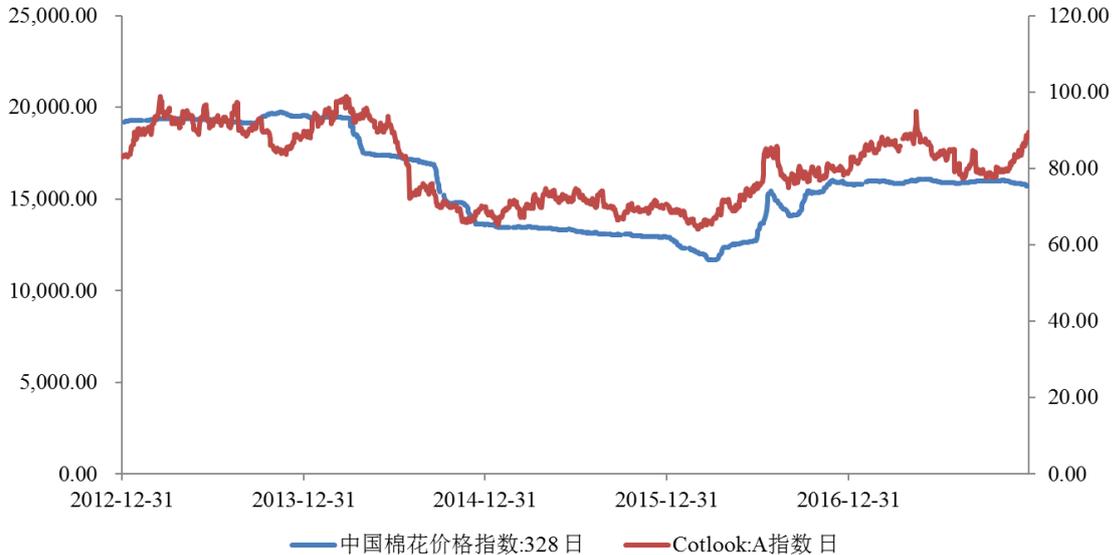


资料来源：Wind

原材料方面，2017年，国内棉花价格水平总体较为平稳。截至2017年底，国内328棉花价格为15,699.00元/吨，同比下降0.63%。国际棉价方面，2017年，外棉价格大幅波动，截至2017年底，英国棉花价格Cotlook:A由2016年底的79.40美分/磅上涨至89.60美分/磅，同比上升12.85%。2017年，内外棉价差整体呈现从“从大到小，再由小到大”的V字型变化。化纤类服装面料价格方面，2017年粘胶短纤年末价格约14,250.00元/吨，过去一年变化-1,050.00元/吨；涤纶短纤年末价格约为8,775.00元/吨，过去一年变化+325.00元/吨；氨纶20D年末价格约为45,125.00元/吨，

过去一年变化+6,000.00 元/吨；截至 2017 年底，中国纺织材料化纤类价格指数由年初的 85.36 变为年底的 84.90，较上年变化不大。

图3 近年来国内外棉花价格走势（单位：元/吨，美分/磅）



资料来源：Wind

从进出口方面来看，全球经济复苏缓慢，国际贸易壁垒以及我国人工成本增加、棉花价格倒挂等因素导致国际订单转移，影响了我国服装出口增长。2017年，服装及衣着附件出口额累计1,572.01亿美金，同比下降0.40%，出口额下降趋势较上年有所收窄；2017年，我国纺织纱线、织物及制品出口金额为1,097.71亿美元，同比上升4.50%，扭转了连续两年来的负增长，纺织品外需市场回暖显著，但总体呈现量增价减，主要依靠数量拉动。

从盈利状况上看，2017年，纺织服装、服饰行业主营业务收入达到21,903.90亿元，同比增长1.1%，增速有所下滑；利润总额为1,263.70亿元，同比增长2.9%，增速较上年小幅提升。从已披露2017年年报的主要男装服装上市企业来看，营业收入与净利润均较上年有所提升，男装行业有所回暖。

表1 国内主要男装品牌服装上市企业2017年经营概况（单位：亿元，%）

| 名称         | 净利润增长率       | 营业收入增长率      |
|------------|--------------|--------------|
| 报喜鸟        | 107.86       | 29.53        |
| 海澜之家       | 6.60         | 7.06         |
| 希努尔        | 391.52       | 11.32        |
| 七匹狼        | 23.64        | 16.87        |
| <b>九牧王</b> | <b>16.79</b> | <b>12.94</b> |

资料来源：Wind

注：Wind 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 数据。

总体看，2017年，国内纺织服装市场需求较上年小幅增长，主要原材料的价格总体较为平稳，服装出口额下降趋势较上年有所收窄，主要行业经济运行指标增速仍延续平缓增长状态，男装行业有所回暖。

## 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。

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

2017年，公司董事、监事及管理人员未发生变动，公司其他核心团队人员稳定，管理制度连续，经营运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要业务为服装服饰的生产和销售。2017年，受益于男装行业回暖及服装市场的平稳发展，公司实现营业收入25.65亿元，较上年增长12.94%；实现净利润4.92亿元，较上年增长16.79%。

2017年，公司主营业务收入为25.32亿元，占营业收入的98.69%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2017年，公司男裤收入为11.49亿元，较上年增长4.59%，占比由49.05%下降至

45.39%，变化不大，男裤依旧是公司收入和利润的主要来源；茄克实现收入 6.50 亿元，较上年增长 28.32%，主要系受男装行业回暖影响，同时 2017 年秋冬季天气较冷有利于茄克销售所致，占比由 22.61% 上升至 25.67%；衬衫实现收入 3.20 亿元，较上年增长 8.73%，占比较上年变化不大；西装实现收入 1.60 亿元，较上年增长 8.02%，占比较上年变化不大；T 恤实现收入 2.07 亿元，较上年增长 33.62%，主要系公司主打品牌 FUN 品牌的 T 恤销量增长所致，占比 8.16%，较上年占比略有提升。

表 2 2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率构成（单位：万元、%）

| 项目        | 2016 年            |               |              | 2017 年            |               |              |
|-----------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|
|           | 收入                | 占比            | 毛利率          | 收入                | 占比            | 毛利率          |
| 男裤        | 109,864.44        | 49.05         | 60.54        | 114,903.41        | 45.39         | 61.98        |
| 茄克        | 50,644.26         | 22.61         | 52.83        | 64,988.93         | 25.67         | 52.75        |
| 衬衫        | 29,404.23         | 13.13         | 57.94        | 31,971.08         | 12.63         | 58.68        |
| 西装        | 14,820.67         | 6.62          | 51.60        | 16,009.47         | 6.32          | 53.15        |
| T 恤       | 15,460.86         | 6.90          | 58.76        | 20,658.71         | 8.16          | 59.68        |
| 其他        | 3,793.08          | 1.69          | 31.80        | 4,621.92          | 1.83          | 30.36        |
| <b>合计</b> | <b>223,987.54</b> | <b>100.00</b> | <b>57.25</b> | <b>253,153.52</b> | <b>100.00</b> | <b>57.87</b> |

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2017 年，公司男裤的毛利率为 61.98%，较上年上升 1.44 个百分点；茄克的毛利率为 52.75%，较上年下降 0.08 个百分点；衬衫的毛利率为 58.68%，较上年上升 0.74 个百分点；西装毛利率为 53.15%，较上年增长 1.55 个百分点；T 恤的毛利率为 59.68%，较上年上升 0.92 个百分点；公司主营业务毛利率为 57.87%，较上年变化不大。

2018 年 1~3 月，受市场景气度逐渐提升影响，公司实现营业收入 7.47 亿元，较上年同期增长 12.47%，公司实现净利润 1.93 亿元，较上年同期增长 21.58%。

总体来看，2017 年，公司主营业务突出，男裤依旧为公司的核心产品，主营业务收入有所增长，毛利率保持稳定，且仍处于较高水平。

## 2. 原材料采购

公司采购的原材料主要包括面料、辅料和成衣等三大类。公司采购模式较上年未发生变化。

从原材料采购量看，2017 年，受产量下降的影响，公司除 T 恤和茄克外，各项主要原材料采购量均有所减少。其中面料采购量较 2016 年下降 10.22% 至 1,187.12 万米；辅料采购量较 2016 年下降 23.77% 至 18,301.38 万米/万个；裤类采购量较 2016 年下降 19.58% 至 154.79 万条；T 恤类采购量较 2016 年增长 31.68% 至 96.36 万件；衬衫采购量较 2016 年下降 7.02% 至 120.82 万件；西装采购量较 2016 年下降 16.00% 至 16.01 万件；茄克采购量较 2016 年增长 17.39% 至 100.67 万件。

表 3 2016~2017 年公司采购情况（单位：万元、万件/万条/万米/万个、元/件、元/条、元/米）

| 序号 | 原料 | 项目   | 2016 年    | 2017 年    |
|----|----|------|-----------|-----------|
| 1  | 面料 | 采购金额 | 33,163.73 | 32,466.47 |
|    |    | 采购数量 | 1,322.29  | 1,187.12  |
|    |    | 采购均价 | 25.08     | 27.35     |
| 2  | 辅料 | 采购金额 | 8,230.13  | 8,313.96  |
|    |    | 采购数量 | 24,008.92 | 18,301.38 |

|               |               |      |                   |                   |
|---------------|---------------|------|-------------------|-------------------|
|               |               | 采购均价 | 0.34              | 0.45              |
| 3             | 成衣—裤类         | 采购金额 | 18,624.01         | 15,576.21         |
|               |               | 采购数量 | 192.48            | 154.79            |
|               |               | 采购均价 | 96.76             | 100.63            |
| 4             | 成衣—T恤类        | 采购金额 | 6,868.34          | 8,263.62          |
|               |               | 采购数量 | 73.18             | 96.36             |
|               |               | 采购均价 | 93.86             | 85.76             |
| 5             | 成衣—衬衫类        | 采购金额 | 11,673.07         | 10,094.14         |
|               |               | 采购数量 | 129.94            | 120.82            |
|               |               | 采购均价 | 89.83             | 83.55             |
| 6             | 成衣—西装类        | 采购金额 | 4,583.51          | 4,138.57          |
|               |               | 采购数量 | 19.06             | 16.01             |
|               |               | 采购均价 | 240.48            | 258.50            |
| 7             | 成衣—茄克类        | 采购金额 | 24,022.99         | 29,184.89         |
|               |               | 采购数量 | 85.76             | 100.67            |
|               |               | 采购均价 | 280.12            | 289.91            |
| 8             | 其他（包装物和其他成衣等） | 采购金额 | 5,770.58          | 3,614.60          |
|               |               | 采购数量 | --                | --                |
|               |               | 采购均价 | --                | --                |
| <b>采购金额合计</b> |               |      | <b>112,936.36</b> | <b>111,652.46</b> |

资料来源：公司提供

从原材料采购均价来看，2017年，面料、辅料、西装类采购均价较上年分别增长9.04%、32.52%、7.49%，主要受原材料价格上涨，以及流行趋势变化导致公司使用高价位的材料较多影响；T恤类采购均价下降8.63%，主是系均价较低的功能品牌采购增加所致；衬衫类采购均价较上年下降7.00%，主要系结构及风格变化，低价位的材料采购增加所致；茄克类采购均价较上年小幅增长3.49%。

从采购集中度看，2017年，公司向前五名供应商采购额18,431.21万元，占年度采购总额18.78%；前五名供应商采购额中无关联方采购。公司前五大供应商采购金额略有上升，集中度仍较低，在采购地域上，公司采购地主要集中于福建、广东和浙江。

表4 2017年公司前五名供应商情况（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       | 成衣   | 4,599.68         | 4.69         |
| 第二名       | 材料   | 3,871.39         | 3.95         |
| 第三名       | 材料   | 3,802.72         | 3.87         |
| 第四名       | 成衣   | 3,453.34         | 3.52         |
| 第五名       | 成衣   | 2,704.08         | 2.75         |
| <b>合计</b> |      | <b>18,431.21</b> | <b>18.78</b> |

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司原材料采购数量除茄克和T恤外均有所下降，原材料采购价格存在一定波动，原材料采购价格的波动可能会增加公司的成本控制压力。

### 3. 产销情况

2017年，公司仍然采用“自制生产为主、委托加工为辅”的生产模式。

从产能来看，截至2017年底，公司茄克类产品（茄克、衬衫和T恤）的标准产能为52.00万件/年，公司西裤类（西装、西裤和休闲裤）的标准产能为500.00万件/年，较上年底均无变化。

从产量<sup>1</sup>来看，由于公司当期主动消化除茄克及T恤外的其他品类的库存，2017年，裤类产量较2016年下降11.61%至500.17万条；衬衫产量较2016年下降8.33%至164.37万件；西装产量较2016年下降10.50%至37.14万件；茄克产量较2016年增长9.79%至132.18万件，主要系销量增长所致；T恤产量较2016年增长20.92%至112.67万件，主要是FUN品牌销量增加所致。从产能利用率来看，2017年，公司茄克类产品和西装类产品的产能利用率均较上年有所下降。

表5 2016~2017年公司主要自产产品产能及产量情况（单位：万件、%）

| 品类    | 折算标准品类 | 指标   | 2016年  | 2017年  |
|-------|--------|------|--------|--------|
| 茄克    | 茄克     | 标准产能 | 52.00  | 52.00  |
| 衬衫    |        |      |        |        |
| T恤    |        |      |        |        |
| 茄克    | 茄克     | 折算产量 | 54.85  | 48.99  |
| 衬衫    |        |      |        |        |
| T恤    |        |      |        |        |
| 产能利用率 |        |      | 105.48 | 94.22  |
| 西装    | 西裤     | 标准产能 | 500.00 | 500.00 |
| 西裤    |        |      |        |        |
| 休闲裤   |        |      |        |        |
| 西装    | 西裤     | 折算产量 | 430.41 | 399.10 |
| 西裤    |        |      |        |        |
| 休闲裤   |        |      |        |        |
| 产能利用率 |        |      | 86.08  | 79.82  |

资料来源：公司提供

注：折算产量是指按工时将衬衫、T恤折算成茄克产量；按工时将西装折算成裤类产量

从销量来看，受男装行业回暖影响，公司各产品销量均较上年有所增长；其中增长幅度超过20%的主要为茄克和T恤。2017年，公司茄克销量较2016年增长26.35%至126.25万件，除行业回暖外，2017年秋冬季天气较冷也有利于茄克的销售；T恤销量较2016年增长34.36%至100.53万件，主要系Fun品牌T恤销量增长所致；除茄克及T恤外，公司其余产品产量下降而销量增长，库存量较上年均出现5%~10%的下降；从产销率来看，2017年，公司各项产品的产销率均有所增长。

表6 2016~2017年公司分产品产销量情况（单位：万元、万条、万件、%）

| 产品名称 | 项目  | 2016年  | 2017年  |
|------|-----|--------|--------|
| 裤类   | 销量  | 499.38 | 521.35 |
|      | 产量  | 565.84 | 500.17 |
|      | 产销率 | 88.25  | 104.23 |
| 茄克   | 销量  | 99.92  | 126.25 |
|      | 产量  | 120.39 | 132.18 |
|      | 产销率 | 83.00  | 95.51  |

<sup>1</sup> 包含自产与外购。

|    |     |        |        |
|----|-----|--------|--------|
| 衬衫 | 销量  | 152.61 | 175.22 |
|    | 产量  | 179.32 | 164.37 |
|    | 产销率 | 85.10  | 106.60 |
| 西装 | 销量  | 36.42  | 39.26  |
|    | 产量  | 41.5   | 37.14  |
|    | 产销率 | 87.76  | 105.70 |
| T恤 | 销量  | 74.83  | 100.53 |
|    | 产量  | 93.17  | 112.67 |
|    | 产销率 | 80.32  | 89.23  |
| 其他 | 销量  | 50.61  | 56.28  |
|    | 产量  | 72.92  | 53.72  |
|    | 产销率 | 69.40  | 104.76 |

资料来源：公司提供

2017年，公司仍采用直营和加盟相结合的销售模式，网上销售作为补充。2017年线上销售收入占比10.38%，较上年上升0.54个百分点，毛利率较上年变化不大；线下收入占比89.62%，毛利率较上年变化不大。2017年，公司加盟和直营两者收入合计占比为86.54%，较上年变化不大。2017年，公司一、二级加盟渠道销售收入占比为52.14%，占比小幅上升。截至2017年底，公司直营与加盟终端数量为2,633家，较上年减少146家，其中直营终端797家，加盟终端1,836家。

表7 2016~2017年公司各类模式销售业务情况（单位：万元、%）

| 销售方式      |      | 2016年             |               | 2017年             |               |
|-----------|------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           |      | 金额                | 收入占比          | 金额                | 收入占比          |
| 国内销售      | 直营   | 81,174.26         | 36.24         | 87,067.13         | 34.40         |
|           | 一级加盟 | 33,786.43         | 15.08         | 35,228.86         | 13.92         |
|           | 二级加盟 | 81,464.22         | 36.37         | 96,776.62         | 38.22         |
|           | 团购   | 5,530.34          | 2.47          | 7,792.28          | 3.08          |
|           | 网购   | 22,032.29         | 9.84          | 26,288.63         | 10.38         |
| <b>总计</b> |      | <b>223,987.54</b> | <b>100.00</b> | <b>253,153.52</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司提供

从销售分布区域来看，2017年，公司的销售地区仍主要集中在华东地区、中南地区和华北地区，各区域收入较年初均有所增长，占比较2016年变化不大。

表8 2017年公司门店终端与营业收入地域分布情况（单位：万元、%）

| 地域        | 营业收入              | 占比            | 营收变动率        |
|-----------|-------------------|---------------|--------------|
| 华东        | 110,495.90        | 43.65         | 17.40        |
| 中南        | 53,644.16         | 21.19         | 11.98        |
| 华北        | 31,980.89         | 12.63         | 5.87         |
| 西南        | 24,576.71         | 9.71          | 19.01        |
| 西北        | 20,604.21         | 8.14          | 4.41         |
| 东北        | 11,851.65         | 4.68          | 4.24         |
| <b>合计</b> | <b>253,153.52</b> | <b>100.00</b> | <b>13.02</b> |

资料来源：公司年报

从具体品牌来看，JOEONE 直营店方面，2017年新开44家，关闭166家，主要系公司对店

铺结构进行调整, 关闭低效店所致; 截至 2017 年底, 共有 712 家直营门店; JOEONE 加盟店方面, 2017 年新开 131 家, 关闭 220 家, 截至 2017 年底, 共有 1,750 家直营门店。Fun 直营店方面, 2017 年新开 23 家, 关闭 6 家, 截至 2017 年底, 共有 66 家直营门店; Fun 加盟店方面, 2017 年新开 28 家, 关闭 2 家, 截至 2017 年底, 共有 64 家加盟门店; J1 直营店方面, 2017 年新开 8 家, 关闭 2 家, 截至 2017 年底, 共有 12 家直营门店; J1 加盟店方面, 2017 年新开 10 家, 关闭 1 家, 截至 2017 年底, 共有 22 家加盟门店; 此外, 2017 年公司新开 7 家 VIGANO 直营店面。

从品牌收入贡献来看, 2017 年, 各品牌营业收入均较上年有所提升, JOEONE 和 FUN 收入占比分别为 93.89% 和 5.20%, 毛利率较上年保持稳定, 公司品牌收入贡献集中度高; J1 由于销售部分往年商品, 加大折扣力度, 毛利率较上年下降 9.35 个百分点; 其他品牌收入及毛利率均较上年有所下降, 但对于公司经营状况影响不大。

表 9 2017 年公司各品牌盈利情况 (单位: 万元、%)

| 品牌类型   | 营业收入              | 收入占比          | 毛利率          | 营业收入同比变化 | 毛利率比上年增减       |
|--------|-------------------|---------------|--------------|----------|----------------|
| JOEONE | 237,673.44        | 93.89         | 57.94        | 10.58    | 增加 0.78 个百分点   |
| FUN    | 13,172.64         | 5.20          | 62.04        | 76.97    | 减少 0.77 个百分点   |
| J1     | 2,111.72          | 0.84          | 37.37        | 47.43    | 减少 9.35 个百分点   |
| VIGANO | 58.76             | 0.02          | 77.13        | --       | --             |
| 其他品牌   | 136.96            | 0.05          | -157.93      | -21.52   | 减少 176.70 个百分点 |
| 合计     | <b>253,153.52</b> | <b>100.00</b> | <b>57.87</b> | 13.02    | 增加 0.62 个百分点   |

资料来源: 公司年报

注: 其他品牌 2017 年毛利率为负主要系与外方合作的 ROR 品牌, 目前已经终止合作, 公司将库存以较低价格回收所致。

2017 年, 公司向前五名客户销售额 35,486.28 万元, 占年度销售总额 14.02%, 占比较上年变化不大, 集中度一般; 其中前五名客户销售额中关联方销售额 11,764.14 万元, 占年度销售总额 4.65%, 占比不大。

总体看, 2017 年, 公司主动消化除茄克及 T 恤外的其他品类的库存, 部分产品产量减少, 但各产品销量均有所提升, 各销售渠道贡献较稳定, 品牌收入贡献集中度高。

#### 4. 经营效率

2017 年, 公司应收账款周转次数由上年的 13.58 次上升至 15.86 次; 存货周转次数由上年的 1.31 次小幅上升至 1.33 次; 总资产周转次数由上年的 0.42 次小幅上升至 0.43 次。

表 10 2017 年服装类上市公司经营效率指标 (单位: 次)

| 证券简称       | 应收账款周转率      | 存货周转率       | 总资产周转率      |
|------------|--------------|-------------|-------------|
| 报喜鸟        | 6.52         | 1.28        | 0.62        |
| 海澜之家       | 29.34        | 1.30        | 0.74        |
| 希努尔        | 2.37         | 2.51        | 0.32        |
| 七匹狼        | 13.39        | 2.08        | 0.37        |
| 上述均值       | 12.90        | 1.79        | 0.51        |
| <b>九牧王</b> | <b>17.01</b> | <b>1.48</b> | <b>0.43</b> |

资料来源: Wind

注: Wind 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 数据。

从同行业上市公司比较情况看, 公司应收账款周转率、公司存货周转率和公司总资产周转率

处于行业一般水平；总体看，公司整体经营效率尚可。

整体看，2017年，公司经营效率尚可，处于行业中游水平。

## 5. 经营关注

### （1）消费需求变化，行业竞争加剧

近年来，消费者更趋个性化和理性化，对产品的要求更高，市场进一步细分。而因长期推行“订货制”，国内服装企业对市场的反应相对滞后，未能完全做到以终端消费者的需求为导向；此外，服装行业创新能力和机制不足，导致产品同质化程度较高，国内服装企业之间竞争加剧，并同时面临来自国际品牌和新兴品牌的竞争。

### （2）销售过于倚重九牧王单一品牌的风险

目前九牧王品牌的营业收入占到公司年度经营收入90%以上，公司营业收入及其增长过于依赖九牧王品牌，若九牧王品牌的销售出现下滑，将对公司的经营状况产生较大影响。

### （3）下游销售渠道变化的风险

近年来，购物中心和电商渠道在国内发展迅猛，集成店等各类渠道也正逐步兴起，给百货商场、街铺等传统渠道造成了较大的冲击，未来公司如果没能及时有效的利用购物中心及电商等新兴渠道，将有可能给公司经营业绩带来不利影响。同时，近年来，电商在我国发展迅猛，传统销售渠道受到极大冲击。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。

## 6. 未来发展

2018年，公司在保持“产融结合”总体战略框架不变的情况下，继续围绕服装主业，进行三大服装运营平台的建设和发展，同时面向新兴行业投资。

面对个性化、时尚化的消费潮流与消费市场的深度细分，公司将启动基于深度分众的竞争模式深化工程和商业模式系统创新工程。在深化传统业务与应对消费升级挑战的同时捕捉新的市场机遇，强化服装主业竞争力，未来公司将在现有“九牧王”、“VIGANO”、“FUN”等品牌的基础上，通过自主经营、直接投资培育和兼并收购等多种方式打造“精工质量平台”、“时尚品质平台”和“潮流时尚平台”三大服装平台，为不同的目标消费者提供差异化的产品与服务。公司仍将延续既定的五年（2017~2021年）发展战略，持续展开经营活动。

面对行业增速的逐渐放缓，公司将通过服装多品牌及产业链投资、新兴产业投资、财务性投资等实现产融结合，助力主业发展。

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。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2017年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司2018年1~3月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。公司按照2017年《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第16号——政府补助》（修订）变更该科目会计准则。

2017年，公司注销1家子公司，处置1家子公司，截至2017年底，合并范围包括母公司及7家子公司。2018年1~3月，合并范围较年初未发生变动，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额64.13亿元，负债总额10.83亿元，所有者权益合计53.30亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计53.30亿元；2017年，公司实现营业收入25.65亿元，净利润（含少数股东损益）4.92亿元；经营活动产生的现金流量净额4.96亿元，现金及现金等价物净增加额-0.62亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额62.35亿元，负债总额9.49亿元，所有者权益合计52.86亿元（含少数股东权益），其中归属于母公司的所有者权益合计52.86亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入7.47亿元，净利润（含少数股东损益）1.93亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.93亿元；经营活动产生的现金流量净额2.15亿元，现金及现金等价物净增加额0.90亿元。

## 2. 资产及负债结构

### （1）资产

截至2017年底，公司合并资产总额64.13亿元，较年初增长16.17%，主要系非流动资产的增长所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为44.17%和55.83%，非流动资产占比较上年上升13.27个百分点，资产构成以非流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产合计28.32亿元，较年初下降10.67%，主要系一年内到期的非流动资产及其他流动资产下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占比13.31%）、应收票据（占比5.90%）、应收账款（占比5.29%）、存货（占比26.09%）和其他流动资产（占比45.42%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为3.77亿元，较年初下降11.60%，主要系兑付分红增加所致，其中存放在香港的银行存款总额为2.09亿元，公司货币资金受限金额为0.44亿元，占比11.669%，主要为各类保证金；公司应收票据为1.67亿元，较年初增长9.95%，主要系随着加盟商销售额增长，应收加盟商的票据增加所致，主要为商业承兑汇票；公司应收账款为1.50亿元，较上年变化不大，计提坏账准备0.11亿元，计提比例7.13%，从账龄看，一年以内的应收账款占比95.53%，前五名应收账款年末账面价值为0.35亿元，占比21.68%；公司存货净额为7.39亿元，较年初变动不大，主要由库存商品（占85.34%）和原材料（占10.85%）构成，库存商品占比较上年下降1.66个百分点，公司累计计提存货跌价准备0.86亿元，计提比例为10.41%，主要为库存商品和原材料的跌价准备；公司其他流动资产为12.87亿元，较年初下降6.35%，主要系期末持有的理财产品减少所致，其他流动资产主要由理财产品（占98.58%）构成。

非流动资产方面，截至2017年底，公司非流动资产合计35.80亿元，较年初增长52.40%，主要系可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占62.07%）、长期股权投资（占8.21%）、投资性房地产（占11.08%）和固定资产（占12.12%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产账面价值合计为22.22亿元，较年初增长125.20%，主要系2017年公司持有的财通证券股份发行上市，公司对其的投资调整为按公允价值计量，导致其公允价值上升所致；公司长期股权投资为2.94亿元，较年初增长12.57%，主要系对上海景林九盛欣联股权投资中心（有限合伙）和上海华软创业投资合伙企业（有限合伙）追加投资所致，公司长期股权投资采用权益法计量；公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值合计3.97亿元，主要由房屋及建筑物（占91.68%）和土地使用权（占8.32%）构成，较年初增长5.74%，主要系

新增固定资产转入投资性房地产所致；公司固定资产账面价值合计 4.34 亿元，较年初下降 13.91%，主要系外租房产由固定资产转出所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 70.21%）、办公设备及其他（占 17.45%）和机器设备（占比 11.06%）构成，累计计提折旧 3.45 亿元，固定资产成新率 58.51%，成新率一般，公司固定资产无受限情况。

截至 2017 年底，公司受限资产全部为货币资金 0.44 亿元，全部为保证金，占期末总资产的比例为 0.69%，受限比例低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 62.35 亿元，其中流动资产占比 44.20%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模有所上升，以非流动资产为主；流动资产中其他流动资产占比较高；非流动资产中可供出售金融资产占比较大，持有可供出售金融资产质量较好，变现能力强，能够形成对公司现金流的一定补充，整体资产质量较好。

## （2）负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债合计为 10.83 亿元，较年初变动不大，其中流动负债和非流动负债分别占 80.01% 和 19.99%，占比较年初变动不大，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 8.66 亿元，较年初变动不大，流动负债主要以应付票据（占 25.95%）、应付账款（占 35.97%）、预收款项（占 12.50%）、应付职工薪酬（占 11.23%）应交税费（占比 8.01%）和其他应付款（占比 6.13%）构成。截至 2017 年底，公司应付票据合计 2.24 亿元，较年初增长 8.50%，主要系本期应付银行承兑汇票结算方式增多所致；公司应付账款合计 3.12 亿元，较年初下降 7.01%，主要系公司本期部分产品备货减少所致，且无账龄超过 1 年的重要应付账款；公司预收款项合计 1.08 亿元，较年初下降 15.87%，主要系公司预收货款减少所致；公司应付职工薪酬 0.97 亿元，较年初增长 23.94%，主要系公司工资、奖金、津贴和补贴增长所致；公司应交税费为 0.69 亿元，较年初增长 40.31%，主要系增值税及企业所得税增长所致；公司其他应付款为 0.53 亿元，较年初增长 17.19%，主要系加盟商保障金增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 2.16 亿元，较年初变化不大。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由应付债券（占 92.10%）构成，公司应付债券余额为 1.99 亿元，主要系公司于 2016 年 10 月发行公司债券“16 九牧 01”（2.00 亿元）。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 4.24 亿元，较年初增长 4.43%，主要系短期债务增长所致，其中短期债务占 53.01%，长期债务占 46.99%，长期债务占比小幅降低，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率为 16.88%，较年初下降 2.30 个百分点；公司全部债务资本化比率为 7.37%，较年初变化不大；公司长期债务资本化比率为 3.60%，较年初变化不大。公司整体负债水平较年初变化不大，债务负担仍属较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债 9.48 亿元，较年初下降 12.37%，主要系流动负债下降所致，其中流动负债占比 77.03%，非流动负债占比 22.97%，负债结构较年初变化不大，仍然以流动负债为主。公司全部债务合计 3.66 亿元，较年初下降 13.75%，其中短期债务占比下降 7.52 个百分点至 45.49%，长期债务占比为 54.51%，债务结构以长期债务占比为主，整体债务负担较年初有所下降。

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 53.30 亿元，较年初增长 19.48%，主要系可供出售金融资产公允价值变动使得其他综合收益增长所致。其中所有者权益全部为归属于母公司所有者权益；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 10.78%，资本公积占 48.33%，其他综合收益占比 18.95%，盈余公积占 5.39%，未分配利润占 16.55%；公司资本公积占比较高，其中资本公积构成

全部为资本溢价，所有者权益结构稳定性较强。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 52.86 亿元，较年初变化不大，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司负债规模较上年变化不大，依然以流动负债的主，公司债务负担仍属较轻；公司所有者权益中以资本公积为主，所有者权益较为稳定。

### 3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 25.65 亿元，较上年增长 12.94%，主要系男装行业回暖，公司销售收入增长所致；公司营业成本 10.92 亿元，较上年增长 11.49%；公司实现净利润 4.92 亿元，较上年增长 16.79%，其中归属于母公司的净利润为 4.94 亿元，较上年增长 16.81%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计为 8.85 亿元，较上年增长 7.25%；其中销售费用为 6.94 亿元，较上年增长 9.34%，主要系公司职工薪酬支出等支出增加所致；管理费用为 1.82 亿元，较上年下降 7.15%，主要系其他费用、中介服务费及研发支出等减少所致；财务费用为 0.08 亿元，较上年增加 0.15 亿元，主要系本期利息收入减少所致。2017 年，公司费用收入比为 34.50%，较上年下降 1.83 个百分点，期间费用控制能力较上年有所下降，公司期间费用对利润存在较大侵蚀。

2017 年，公司投资收益 1.12 亿元，较上年增长 20.76%，主要系投资理财产品收益及可供出售金融资产取得的投资收益增加所致，占营业利润的比例为 18.36%，对公司营业利润存在一定影响。

2017 年，公司其他收益为 0.22 亿元，主要系公司收到的政府补助，占营业利润的比例为 3.59%。

2017 年，公司总资本收益率为 9.42%，较上年上升 0.66 个百分点；总资产报酬率为 10.26%，较上年上升 1.22 个百分点；净资产收益率分别为 10.06%，较上年上升 0.42 个百分点。公司盈利指标呈现小幅上涨态势，且盈利能力仍较强。从服装行业上市公司比较来看，公司净资产收益率处于行业较高水平，销售毛利率和总资产报酬率均处于行业内领先水平，盈利指标表现良好。

表 11 2017 年服装制造类上市公司盈利能力情况（单位：%）

| 证券简称        | 净资产收益率       | 销售毛利率        | 总资产报酬率       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 报喜鸟         | 1.07         | 60.34        | 1.41         |
| 海澜之家        | 31.37        | 38.95        | 17.27        |
| 希努尔         | 1.84         | 23.79        | 1.93         |
| 七匹狼         | 5.95         | 40.66        | 4.23         |
| <b>上述均值</b> | <b>10.06</b> | <b>40.94</b> | <b>6.21</b>  |
| <b>九牧王</b>  | <b>10.10</b> | <b>57.41</b> | <b>10.12</b> |

资料来源：Wind

注：Wind 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 数据。

2018 年 1~3 月，受市场景气度继续提升影响，公司实现营业收入 7.47 亿元，较上年同期增长 12.47%，公司实现净利润 1.93 亿元，较上年同期增长 21.58%，公司营业收入和净利润均有所提高。

总体看，2017 年，公司营业收入和净利润均有所增长，费用对公司利润侵蚀较大，整体盈利能力良好。

### 4. 现金流

经营活动方面，2017年，公司经营活动产生的现金流入为29.81亿元，较上年增长9.35%，主要系公司销售规模增长所致；公司经营活动产生的现金流出为24.84亿元，较上年增长9.02%；受上述因素影响，2017年，公司经营活动现金流量净额为4.96亿元，较上年增长10.99%。从收入质量上看，2017年，公司的现金收入比为114.60%，较上年变化不大，收入实现质量较好。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入为27.06亿元，较上年变化不大；公司投资活动现金流出为26.58亿元，较上年下降17.76%，主要系投资理财支付的现金下降所致；受上述因素影响，2017年，公司投资活动现金流量净额为0.48亿元，由上年的净流出转为净流入。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入为0.64亿元，较上年下降81.97%，主要系2016年发行公司债券所致；公司筹资活动现金流出为6.56亿元，较上年下降7.63%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致；受上述因素影响，2017年，筹资活动现金流量净额为-5.93亿元，较上年增加流出2.36亿元，仍为净流出。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入为2.15亿元，较上年同期变化不大；投资活动产生的现金净流出为1.46亿元，较上年减少净流出0.56亿元；筹资活动产生的现金净流入为0.29亿元；现金及现金等价物净增加额0.90亿元，较上年增加流入0.84亿元。

总体看，2017年，公司经营现金流呈净流入状态，现金流量净额较大，收入实现质量较好；投资性现金由净流出转为净流入，公司融资压力有所下降，筹资现金流仍为净流出。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产减少影响，截至2017年底，公司流动比率由年初的3.75倍下降至3.27倍；速动比率由年初的2.88倍下降至2.42倍。2017年，公司经营现金流动负债比率由年初的52.86%上升到57.30%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较高。2017年，公司现金短期债务比由年初的2.80倍下降至2.42倍，现金类资产对短期债务保护能力小幅下降，仍处于较高水平。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司EBITDA为7.11亿元，较年初增长21.31%，主要系利润总额增长所致。公司EBITDA主要由利润总额（占84.98%）和折旧（占10.13%）构成，计入财务费用的利息支出（占1.09%）和摊销（占3.80%）占比较低；2017年EBITDA利息倍数由年初158.03倍下降至91.63倍，EBITDA对利息的保障能力很强；EBITDA全部债务比由年初的1.44倍提高至1.68倍，EBITDA对全部债务的覆盖能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司不存在应披露的未决诉讼等或有事项，无对外担保。

截至2017年底，公司获得银行综合授信23.40亿元，未使用额度21.14亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据代码为G1035050100010220F的人民银行征信报告，截至2018年4月17日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力指标表现较好，经营活动现金流状况良好，整体偿债能力很强。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达5.95亿元，约为“16九牧01”债本金合计（2.00亿元）的2.98倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；净资产达52.86亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的26.43倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16九牧01”的按期偿付起到很强

的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为7.10亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的3.55倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度很强。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入29.81亿元，约为债券本金合计（2.00亿元）的14.91倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，公司偿债能力较强，考虑到公司在融资渠道、品牌声誉等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16九牧01”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

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、销售渠道覆盖等方面仍保持较为明显的优势。2017年，受益于男装行业景气度回升，公司盈利能力有所提高。同时，联合评级也关注到公司所处服装行业竞争激烈、对单一品牌依赖重、电子商务渠道竞争等影响因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司深入调整渠道结构，新品牌业务持续拓展，公司收入及利润水平有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16九牧01”的债项信用等级为“AA”。

## 附件 1 九牧王股份有限公司 主要计算指标

| 项目               | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 55.20  | 64.13  | 62.35      |
| 所有者权益（亿元）        | 44.61  | 53.30  | 52.86      |
| 短期债务（亿元）         | 2.07   | 2.25   | 1.66       |
| 长期债务（亿元）         | 1.99   | 1.99   | 1.99       |
| 全部债务（亿元）         | 4.06   | 4.24   | 3.66       |
| 营业收入（亿元）         | 22.71  | 25.65  | 7.47       |
| 净利润（亿元）          | 4.22   | 4.92   | 1.93       |
| EBITDA（亿元）       | 5.86   | 7.11   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 4.47   | 4.96   | 2.15       |
| 应收账款周转次数（次）      | 13.58  | 15.86  | --         |
| 存货周转次数（次）        | 1.31   | 1.33   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.42   | 0.43   | 0.12       |
| 现金收入比率（%）        | 117.27 | 114.60 | 119.12     |
| 总资本收益率（%）        | 8.76   | 9.42   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 9.04   | 10.26  | --         |
| 净资产收益率（%）        | 9.64   | 10.06  | 3.64       |
| 营业利润率（%）         | 55.59  | 56.11  | 56.72      |
| 费用收入比（%）         | 36.33  | 34.50  | 26.05      |
| 资产负债率（%）         | 19.18  | 16.88  | 15.22      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 8.34   | 7.37   | 6.47       |
| 长期债务资本化比率（%）     | 4.27   | 3.60   | 3.64       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 158.03 | 91.63  | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 1.44   | 1.68   | --         |
| 流动比率（倍）          | 3.75   | 3.27   | 3.77       |
| 速动比率（倍）          | 2.88   | 2.42   | 2.92       |
| 现金短期债务比（倍）       | 2.80   | 2.42   | 3.57       |
| 经营现金流流动负债比率（%）   | 52.86  | 57.30  | 29.42      |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 2.93   | 3.55   | --         |

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

3.2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式   |
|-------------------|--|
| <b>增长指标</b>       |  |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |  |
| 应收账款周转率           | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]  |
| 存货周转率             | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]  |
| 总资产周转率            | 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%   |
| <b>盈利指标</b>       |  |
| 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%   |
| <b>财务构成指标</b>     |  |
| 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%  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |  |
| 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   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |  |
| 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)  |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |  |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本期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/本期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/本期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

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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。