

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0294号

锦泓时装集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“维格转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为负面，同时维持“维格转债”信用等级为AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月十七日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不为资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月17日

# 锦泓时装集团股份有限公司主体及“维格转债”

## 2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/负面	2022/6/17	AA/负面	熊璐	苑小雨

### 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
维格转债	AA	AA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

### 主体概况

锦泓时装集团股份有限公司（以下简称“锦泓集团”或“公司”）主营中高档服装的设计研发、生产制造、品牌营销和终端销售业务，是国内较为知名的女装上市公司。公司控股股东及实际控制人为王致勤、宋艳俊夫妇。

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
业务规模	总资产	20.00	12.37
	营业总收入	25.00	15.98
盈利能力和运营效率	毛利率	5.00	5.00
	销售净利率	5.00	3.19
	存货周转率	7.50	4.56
	应收账款周转率	7.50	4.98
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	4.79
	货币资金/短期有息债务	10.00	8.38
	全部债务/EBITDA	10.00	8.77

#### 2.基础模型参考等级

AA

#### 3.评级调整因素

无

#### 4.主体信用等级

AA

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

### 评级观点

公司是国内知名服装企业，旗下 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌知名度较高，跟踪期内仍具有较强的市场竞争实力；公司门店数量保持增长，布局在核心商圈的高端百货和购物中心，并继续大力推进多渠道融合的新零售模式，2021 年 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装销量和收入增加，盈利提升；受益于非公开发行、“维格转债”转股和经营积累，公司资本实力有所增强。另一方面，疫情扰动，或对公司 2022 年经营产生一定不利影响，公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若业绩不及预期，未来或面临一定减值风险；公司拟与招商银团签订贷款合同，相关事项正在推进；公司实际控制人所持公司股份质押比例高，公司债务负担仍较重，面临集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为 AA，评级展望为负面；维持“维格转债”的信用等级为 AA。

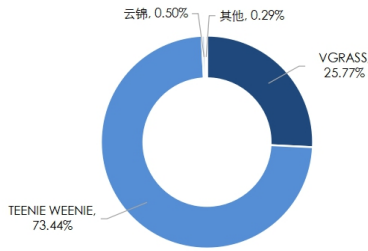
### 同业比较

项目	锦泓集团	朗姿股份有限公司	宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司	天创时尚股份有限公司
总资产 (亿元)	61.15	68.51	101.94	25.63
营业总收入 (亿元)	43.24	36.65	109.21	19.25
毛利率 (%)	69.62	57.01	52.93	56.42
存货周转率 (次)	1.44	1.61	2.14	2.01
资产负债率 (%)	58.16	47.18	58.11	38.63
货币资金/短期有息债务 (倍)	0.27	0.70*	1.17*	5.62*

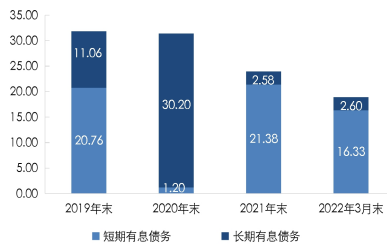
注：以上企业除天创时尚股份有限公司外最新主体信用等级均为 AA/稳定；2022 年 6 月 13 日，天创时尚股份有限公司主体信用等级由 AA 下调至 AA-，评级展望维持稳定。数据来源：各企业公开披露的 2021 年数据，东方金诚整理；标“\*”的数据计算时短期有息债务中不含其他短期有息债务

## 主要指标及依据

### 2021 年收入构成



### 近年公司有息债务情况 (单位:亿元)



### 主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
资产总额 (亿元)	69.49	57.86	61.65	59.60
所有者权益 (亿元)	28.67	19.47	25.59	30.56
全部债务 (亿元)	31.83	31.40	23.96	18.94
营业总收入 (亿元)	29.13	33.40	43.24	10.80
利润总额 (亿元)	1.60	-5.92	3.12	0.59
经营性净现金流 (亿元)	2.31	9.43	6.29	2.22
营业利润率 (%)	67.10	67.00	69.05	68.43
资产负债率 (%)	58.74	66.35	58.16	48.72
流动比率 (%)	84.33	302.34	71.17	84.39
全部债务/EBITDA (倍)	5.97	-13.46	3.25	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.15	-0.94	3.26	-

注: 数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

### 优势

- 公司是国内知名服装企业, 自主设计能力较强, 供应链体系成熟, 旗下 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌知名度较高, 跟踪期内仍具有较强的市场竞争实力;
- 公司线下营销网络分布广泛, 门店数量保持增长, 结合品牌定位布局在一线城市、省会城市及二、三线城市的核心商圈的高端百货和购物中心, 对未来产品销售形成一定保障;
- 2021 年, 公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式, VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装销量和收入增加, 盈利提升;
- 受益于非公开发行、“维格转债”转股和经营积累, 公司所有者权益增加, 资本实力有所增强。

### 关注

- 疫情扰动, 或对公司 2022 年经营产生一定不利影响, 公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高, 若业绩不及预期, 未来或面临一定减值风险;
- 公司拟与招商银团签订贷款合同, 置换前期因收购 TEENIE WEENIE 品牌及相关资产形成的借款, 相关事项正在推进;
- 公司实际控制人所持公司股份质押比例高, 公司债务负担仍较重, 面临集中偿付压力。

### 评级展望

公司评级展望为负面。公司 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 维持较高品牌知名度, 具有较强的市场竞争实力, 但疫情扰动, 或对公司 2022 年经营产生一定不利影响, 公司债务负担仍较重, 面临集中偿付压力。

### 评级方法及模型

《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型 (RTFC015201907) 》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/负面	维格转债/AA	2021/6/29	熊琏、苑小雨	《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型》 (RTFC015201907)	<a href="#">阅读原文</a>
AA/负面	维格转债/AA	2020/5/13	熊琏、张岳		<a href="#">阅读原文</a>
AA/列入评级 观察名单	维格转债/AA/ 列入评级观察名单	2019/11/13	熊琏、张岳	《东方金诚工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	维格转债/AA	2018/5/15	张铭钊、李默晗		<a href="#">阅读原文</a>

注：2019年11月13日，锦泓集团主体信用等级AA，维格转债信用等级AA，列入信用评级观察名单；2020年5月13日，锦泓集团主体信用等级AA、评级展望负面，维格转债信用等级AA，移出信用评级观察名单。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
维格转债	2021/6/29	7.46	2019/1/24~2025/1/24	-	-

注：“维格转债”设转股权、回售权、赎回权等；转股期间为2019年7月30日至2025年1月23日，当前转股价格9.75元/股，余额2.86亿元；回售起始日2023年1月24日，回售触发价6.83元/股；赎回起始日2019年7月30日，赎回触发价12.68元/股；修正起始日2019年1月24日，修正触发价8.78元/股。

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及锦泓时装集团股份有限公司（以下简称“锦泓集团”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

**公司主营中高档服装设计研发、生产制造、品牌营销和终端销售业务，是国内知名服装企业，控股股东及实际控制人为王致勤、宋艳俊夫妇**

公司前身为2003年3月成立的南京劲草时装实业有限公司，初始注册资本200.00万元，其中南京劲草服饰厂持股比例11.50%，王致勤持股比例60.00%，宋艳俊持股比例28.50%。2003年12月南京劲草服饰厂将其全部持股份额以23.00万元转让给王致勤。2010年3月，公司整体变更为股份有限公司。2014年12月，公司在上海证券交易所上市，募集资金总额7.41亿元，股票简称“维格娜丝”，股票代码“603518.SH”。2015年，公司收购南京云锦研究所。2017年，公司收购韩国衣恋集团旗下中高端品牌TEENIE WEENIE。2019年6月，公司变更名称为现名，股票简称变更为“锦泓集团”。截至2022年3月末，公司总股本为34719.96万股；王致勤和宋艳俊夫妇分别持股18.05%和15.21%，为公司控股股东和实际控制人。

公司主营中高档服装的设计研发、生产制造、品牌营销和终端销售业务，是国内知名服装企业，旗下拥有多个自有品牌，包括定位中高端新复古学院风格的标志性品牌TEENIE WEENIE、中国高端女装品牌VGRASS、具有中国文化元素特征的高端精品品牌元先。公司坚持自主设计研发，在上海、南京和首尔拥有3个设计研发中心。公司自有加工厂拥有多项实用新型专利，能够承接刺绣等多种复杂工艺的加工生产。公司初期运营单一高端女装品牌“VGRASS”。2015年8月，公司收购南京云锦研究所股份有限公司，增加“元先”牌系列云锦产品。2017年3月，公司以44.39亿元（外部融资35.76亿元）收购韩国衣恋集团旗下TEENIE WEENIE品牌及相关资产，TEENIE WEENIE定位为中高端年轻时尚品牌，在亚洲品牌知名度很高，产品线主要为女装，也包括男装、童装及婴童等产品系列。

截至2022年3月末，公司（合并）资产总额为59.60亿元，所有者权益为30.56亿元，资产负债率为48.72%；2021年和2022年1~3月，公司分别实现营业收入43.24亿元和10.80亿元，利润总额3.12亿元和0.59亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

截至2021年末，锦泓集团发行的“维格娜丝时装股份有限公司2019年可转换公司债券”（以下简称“维格转债”）募集资金扣除发行费用后7.26亿元，使用4.14亿元，其中支付收购Teenie Weenie品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款2.21亿元，投资智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台0.62亿元，补充流动资金1.30亿元。公司支付收购Teenie Weenie品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款已完成，节余募集资金2.40亿元，临时补充

流动资金 3.21 亿元，募集资金账户余额 511.91 万元。

截至本报告出具日，公司按时支付“维格转债”利息。

## 宏观经济与政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度

关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业分析

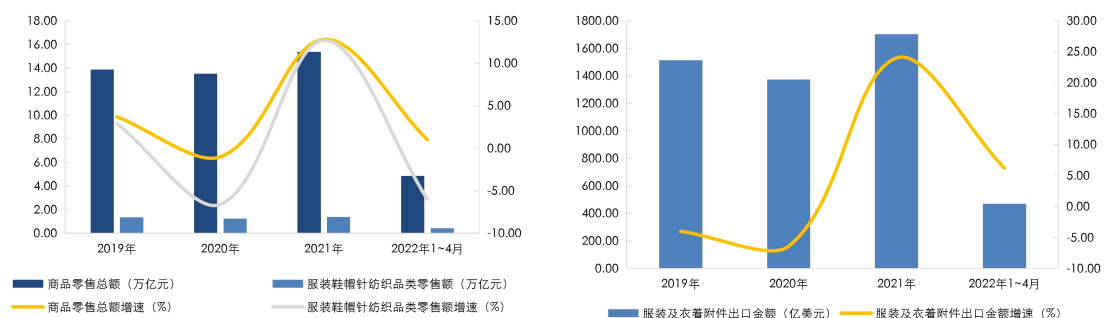
**2021年，服装行业需求呈现复苏态势，受疫情多点散发影响，实体门店客流持续下滑，但直播电商渠道为行业发展提供了新机遇，行业需求将保持增长韧性**

近年，我国服装行业从外延扩张式为主的快速发展阶段步入内生式为主的优化发展阶段，增速放缓。受益于国内经济和居民可支配收入增长，我国正在成为全球最大、增长最快、最具增长潜力的服装消费市场，消费需求呈现场景化、多元化、个性化的快速变化趋势。2021年，随着疫情逐步得到控制，服装行业需求呈现复苏态势。2021年，我国限额以上企业商品零售总额15.37万亿元，同比增长12.80%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额1.38万亿元，同比增长12.70%。同期，我国服装及衣着附件出口金额1702.63亿美元，同比增长24.00%。考虑疫情影响，2020年基数较低，对比2019年，规模及增速均有所提升。受疫情多点散发影响，实体门店客流持续下滑，线下渠道业绩面临较大压力，服装企业加速线上转型。2021年全国网上零售额130884亿元，同比增长14.1%，直播电商渠道为行业发展提供了新机遇。

2022年3月上海、吉林疫情再起，并波及全国，短期内对行业需求形成冲击。2022年1~4月，我国限额以上企业商品零售总额4.86万亿元，同比增长1.00%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额0.41万亿元，同比减少6.00%，我国服装及衣着附件出口金额470.17亿美元，同比增长6.20%，规模和增速均有所下降。

根据《中国服装行业“十四五”发展指导意见和2035年远景目标》，“十四五”期间，服装行业增长方式需从规模速度向质量效益转变。服装产品质量不断提高，品牌文化内涵和影响力持续提升，重点培育3~5个具有全球时尚话语权的国际品牌，培育千亿级以上品牌价值产业集群。长期来看，国内经济稳中向好，带动消费潜力稳步释放，消费者消费意愿回升，行业需求将保持增长韧性。

**图表1 近年我国限额以上企业商品零售、服装企业零售及服装出口情况**



资料来源：Wind，东方金诚整理

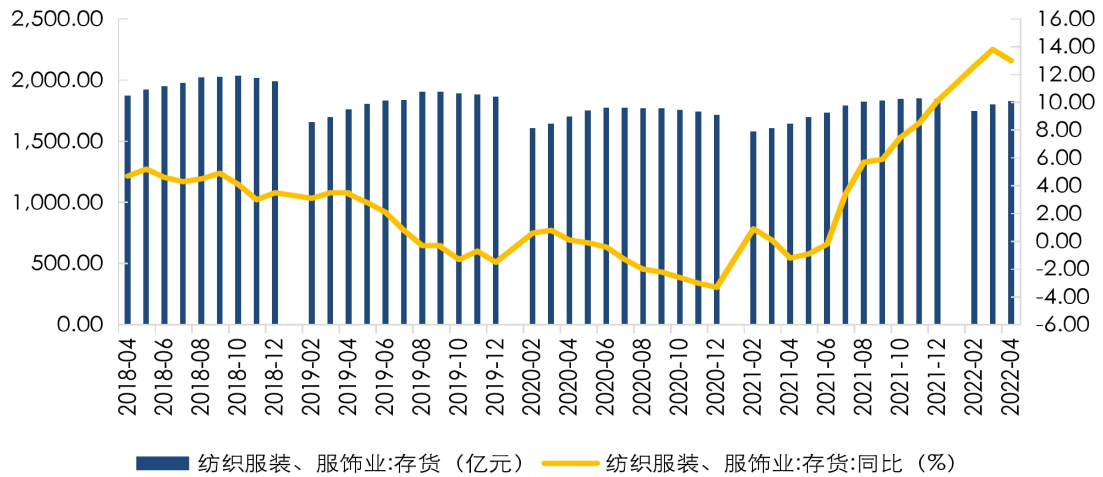
**2021年以来，服装行业存货规模增长，处于较高水平，行业企业去库存压力上升，供应链柔性强的企业具备较强的经营优势**

纺织服装行业大部分企业采用期货订货模式，根据对市场流行趋势的预判对服装成衣提前



备货入库，预判差异、趋势变化和行业内同质化竞争严重等均导致了行业企业的库存压力。随着疫情逐步得到控制，服装行业需求复苏，2021年，企业加大订货，行业存货规模增长，处于较高水平。2022年3月，局地疫情波及全国，行业企业去库存压力上升，对服装企业的供应链管理保持高要求，供应链柔性强的企业具备较强的经营优势。

图表2 近年纺织服装、服饰业库存情况



资料来源: Wind, 东方金诚整理

**随着需求复苏，2021年行业企业盈利好转，数字化新零售的发展趋势不改，线上线下深度融合的企业竞争优势较强**

疫情期间的大规模隔离导致纺织服装行业线下门店关闭、客流锐减、销售承压、库存增加。在市场需求不足、产销下滑的情况下，行业运行面临着巨大的经营压力。疫情逐步得到控制后，需求复苏，2021年服装行业盈利好转。据国家统计局数据，2021年，全国12653家规模以上服装企业累计实现营业收入14823.40亿元，同比增长6.50%；利润总额767.80亿元，同比增长14.40%。

近年，消费结构和消费习惯的变化驱动了纺织服装行业线上线下融合发展。同时，“宅经济”的兴起，推动微信、淘宝、抖音等直播平台成为电商发展新阶段的热点渠道，从而推动了数字化新零售的建设。疫情加速了线上线下融合，网红经济、短视频、直播带货等新零售全面铺开，多元化的消费场景不断开拓。预计2022年，数字化新零售的发展趋势不改，线上线下深度融合的企业竞争优势较强。

## 业务运营

### 经营概况

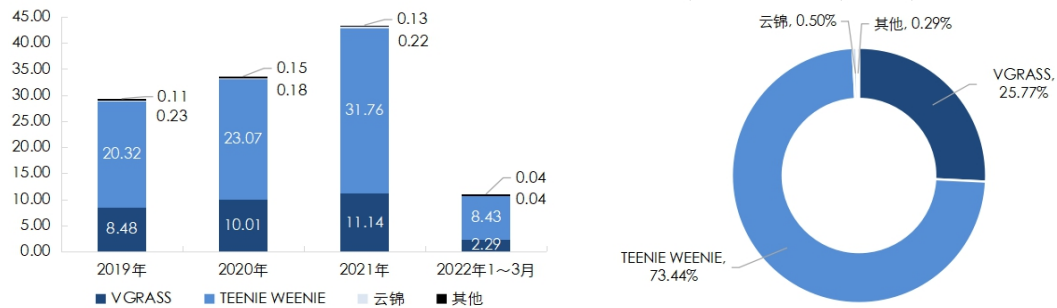
公司营业收入和毛利润仍主要来源于VGRASS和TEENIE WEENIE品牌服装产销，2021年，受益于需求复苏，叠加线上渠道拓展和线下门店扩张，收入和毛利润增长，毛利率有所提升

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于VGRASS和TEENIE WEENIE品牌服装产销。2021年，受益于需求复苏，叠加线上渠道拓展和线下门店扩张，TEENIE WEENIE和VGRASS销量增加，公司收入同比增长29.48%，从收入构成来看，2021年VGRASS和TEENIE WEENIE收入占

比分别为 25.77%和 73.44%。公司其他业务收入占比较小。

公司毛利润亦主要来源于 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装产销，2021 年毛利润占比分别为 27.38%和 71.89%。2021 年，公司毛利润同比增长 33.20%，毛利率同比提升 1.95 个百分点，主要是得益于需求复苏，产品上新前置，打折力度减弱。2022 年 1~3 月，公司收入同比增长 0.73%，毛利润同比减少 1.23%，毛利率同比下降 1.37 个百分点。

图表 3 公司收入和盈利情况及 2021 年收入构成（单位：亿元、%）



业务板块	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
VGRASS	5.80	68.37	7.21	72.07	8.24	73.99	1.62	70.69
TEENIE WEENIE	13.73	67.59	15.21	65.92	21.65	68.16	5.80	68.73
云锦	0.17	73.27	0.13	71.84	0.15	70.13	0.03	73.85
其他	0.03	27.59	0.06	38.92	0.07	52.47	0.03	63.53
合计	19.72	67.71	22.60	67.68	30.11	69.62	7.47	69.14

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司是国内知名服装企业，自主设计能力较强，供应链体系成熟，旗下 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌知名度较高，跟踪期内仍具有较强的市场竞争实力

公司是国内知名服装企业，旗下品牌包括维格娜丝（VGRASS）、TEENIE WEENIE 和元先，形成了金字塔式的立体品牌矩阵布局，主要产品为高档女装、中高端女装、男装、婴童服装和云锦产品等。VGRASS 品牌定位于高端女装，目标客户群为优雅、知性、追求精致生活的中国女性；TEENIE WEENIE 品牌定位于中高端新复古学院风格标致性品牌，目标客户群覆盖 Z 世代年轻消费者及儿童。元先品牌定位于具有中国文化元素特征的高端国货精品品牌，目标客户群为国内外高净值人群。以上品牌覆盖中高端服饰、高级定制场合服饰、高端工艺品和国潮文创礼品等产品线。三大品牌在研发设计方面完全独立、在供应链和营销渠道等方面充分协作和资源共享。公司旗下 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌知名度较高，跟踪期内仍具有较强的市场竞争实力。

公司重视产品设计，自成立以来一直坚持自主研发设计，自主研发设计能力较强，在韩国首尔、中国上海和南京设有研发中心，组建国际化的设计师团队，拥有丰富的国际化设计运营经验，并与欧美及日韩一线面料供应商有着长期的战略合作。公司在中韩跨文化思想碰撞下，结合时尚前沿趋势，保证公司各品牌 DNA 的强化和延续，及消费者对公司产品认知的连贯性。2021 年末，公司拥有设计人员 203 人，多品牌下的国际化设计师团队不断进行资源共享、优势互补。2021 年，公司研发投入总额 0.79 万元，研发投入占营业收入比例为 1.84%。

公司拥有快速反应和柔性生产的成熟供应链体系，在高端时装市场竞争中，保有集产品设计、工艺研发、版型研发、面辅料采购、生产制造、物流配送以及零售调拨功能的完整供应链体系。公司除在国内与战略供应商长期合作以外，还在南京拥有自有工厂，可以满足品牌发展过程中对供应链快速反应及柔性生产的需求。公司自有工厂不断推进生产工艺的研发和应用推广，拥有多项实用新型专利，产品大货准交率和追单平均周期处于行业领先水平。

**公司线下营销网络分布广泛，门店数量保持增长，结合品牌定位布局在一线城市、省会城市及二、三线城市的核心商圈的高端百货和购物中心，对产品销售收入形成一定保障**

公司旗下服装品牌线下营销网络分布广泛，以直营为主，加盟为辅，并结合品牌定位合理布局，渠道优势突出，对产品销售收入形成一定保障。截至2022年3月末，公司拥有1429家线下门店，根据各品牌定位，分布在全国各级城市相应定位的百货商场和购物中心。高端品牌VGRASS在国内一线城市、省会城市，及二、三线城市的核心商圈的高端百货和购物中心占据了优势位置，如北京SKP购物中心、南京德基广场、上海恒隆港汇、深圳益田假日、重庆IFS、北京东方新天地等；中高端品牌TEENIE WEENIE在延续其历史渠道布局的同时，近年来也在公司资源协调下加快进驻高端购物中心和高端百货的进度。同时，公司也在积极布局国内奥特莱斯渠道。

图表4 公司各品牌服饰门店情况（单位：家）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月	
VGRASS	直营	175	176	187	185
	加盟	11	18	29	29
	小计	186	194	216	214
TEENIE WEENIE	直营	1176	1055	1077	1081
	加盟	96	105	135	133
	小计	1272	1160	1212	1214
云锦	直营	1	1	1	1
	加盟	-	-	-	-
	小计	1	1	1	1
合计	直营	1352	1232	1265	1267
	加盟	107	123	164	162
	合计	1459	1355	1429	1429

资料来源：公司提供，东方金诚整理

**跟踪期内，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，加速向线上转型，并拓展渠道的多元化，快速增长的线上业绩带动公司业绩提升**

2021年，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，加速由传统线下渠道向线上转型，并拓展渠道的多元化。公司融合线下直营、加盟店铺与线上传统电商、直播电商、兴趣电商、社交电商、自媒体平台、微信小程序以及自营的线上“锦集”商城，实现品牌与客户持续、多触点、深度交互。公司线上渠道主要包括抖音、天猫、京东、唯品会、小红书等类电商平台。2020年，公司提前识别到了抖音渠道在后疫情时代的红利，逐步加大对抖音渠道的投入，持续通过明星、KOL、达人直播、兴趣短视频等组合手段引流，拉动了抖音渠道的高速成长。2021

年，公司线上收入 14.30 亿元，同比增长 71.00%，占全年营业收入比重为 33.20%，快速增长的线上业绩带动公司业绩提升。

## VGRASS

VGRASS 品牌服装主要包括裙子、外套、上衣及其他服装、配饰等，主要由上海维格娜丝时装有限公司（以下简称“上海维格”）负责运营。

图表 5 公司 VGRASS 品牌服装经营主体经营与财务数据（单位：家、万元/店/年、亿元、%）

时期	子公司名称	公司持股比例	门店数量	店效	资产总额	所有者权益	资产负债率	净利润
2019 年	上海维格	100.00	186	42.12	8.58	1.64	80.92	0.24
2020 年	上海维格	100.00	194	34.48	7.56	1.97	73.98	0.32
2021 年	上海维格	100.00	216	38.61	5.92	0.84	85.80	0.22

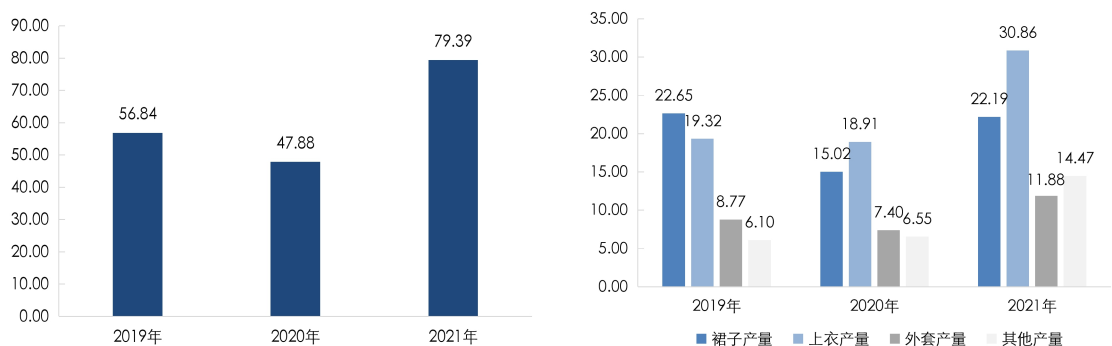
资料来源：公开资料，东方金诚整理

**2021 年，VGRASS 品牌服装门店数量增长，线上渠道稳定，销量和收入增加，盈利水平有所提升**

跟踪期内，VGRASS 品牌服装销售渠道仍以线下直营门店销售为主，但加盟商和线上渠道也有拓展。2021 年，VGRASS 品牌新增直营店 11 家，新增加盟店 11 家。2022 年一季度，VGRASS 品牌直营店减少 2 家，加盟店数量稳定。截至 2022 年 3 月末，VGRASS 门店数量 214 家，其中直营店 185 家，加盟店 29 家；线上方面，公司开设了 VGRASS 品牌天猫官方旗舰店，探索直播、小程序和集团商城等新零售模式。

公司 VGRASS 产品主要依托国内代工厂进行生产，并在南京拥有自有工厂。公司首创针织品类流水的生产方式，并将柔性生产应用于针织品类，产能提升 50%，生产效率提高 20%。2021 年，VGRASS 品牌服装产量 79.39 万件，同比增长 65.82%，主要系需求复苏，公司订货增加所致。从服装类型来看，VGRASS 的裙子、上衣、外套产量同比分别增长 47.72%、63.20%和 60.42%。

图表 6 VGRASS 品牌服装产量情况（单位：万件）

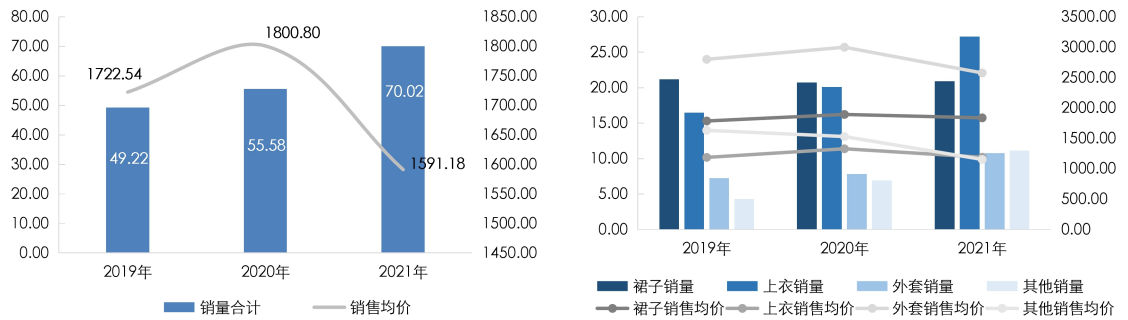


资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年，VGRASS 品牌服装销量为 70.02 万件，较上年提升 25.99%；销售均价 1591.18 元/件，较上年有所下降，主要系主要产品吊牌价格下降和售价相对较低的配件销售占比提高所致。从服装类型来看，2021 年 VGRASS 裙子销量略有增长，销售均价略有下降；上衣和外套

销量较快增长；销售均价同比分别下降 10.51%和 14.11%。2021 年，VGRASS 裙子销售收入 3.85 亿元，同比下降 2.15%；上衣销售收入 3.24 亿元，同比增长 21.24%；外套销售收入 2.77 亿元，同比增长 18.06%；其他服饰产品销售收入 1.29 亿元，同比增长 21.33%。

图表 7 近年 VGRASS 品牌服装销售情况（单位：万件、元/件）

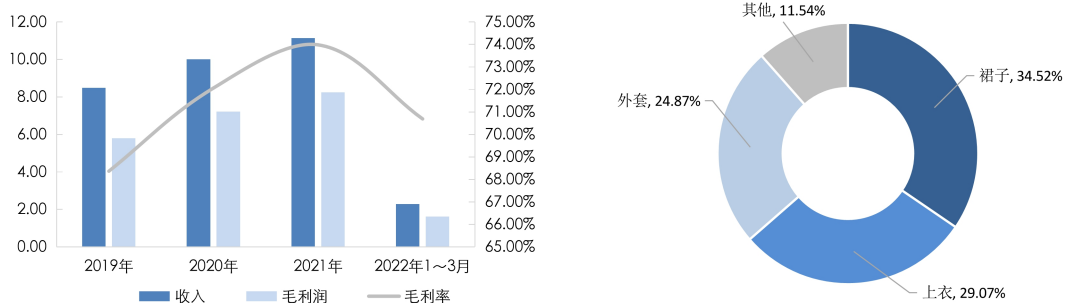


资料来源：公司提供，东方金诚整理

VGRASS 品牌服装生产成本主要包括原材料成本及人工成本等。其中所需的原材料主要包括主面料和毛纱等面辅料。公司各事业部共享全球面料及生产供应商，控制采购与生产成本。VGRASS 品牌与欧美及日韩一线面料供应商保持长期战略合作。2021 年，VGRASS 品牌服装主要原材料采购价格下降，毛利率有所提升。

2021 年，VGRASS 品牌服装收入和毛利润分别为 11.14 亿元和 8.24 亿元，同比分别增长 11.32%和 14.29%；毛利率 73.99%，同比增长 1.92 个百分点。2021 年，公司 VGRASS 品牌服装收入主要来源于裙子、上衣和外套收入，收入占 VGRASS 品牌服装收入比重分别为 34.52%、29.07%和 24.87%。VGRASS 品牌服装线上业务收入总体稳定，但随着店铺数量增长、形象迭代升级，叠加上新节奏前置等，线下业务收入同比增长 14%，带动 VGRASS 品牌服装收入和毛利润增长。

图表 8 VGRASS 品牌服装收入和盈利及 2021 年收入占比情况（单位：万件、元/件、亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年 1~3 月，受疫情影响，VGRASS 品牌服装实现收入和毛利润分别为 2.29 亿元和 1.62 亿元，毛利率 70.69%，同比均有所下滑。2022 年，公司将继续探索线上线下渠道的深度融合，

围绕顾客的多场景生活方式打造 VGRASS 多产品线矩阵，强化核心品类，提升市场占有率，但疫情扰动，或带来一定不利影响。

## TEENIE WEENIE

TEENIE WEENIE 品牌服装主要包括女装、男装、童装以及婴童等品类，主要由甜维你（上海）商贸有限公司（以下简称“甜维你”）负责运营。

图表 9 公司 TEENIE WEENIE 经营主体经营与财务数据（单位：家、万元/店/年、亿元、%）

时期	子公司名称	公司持股比例	门店数量	店效	资产总额	所有者权益	资产负债率	净利润
2019年	甜维你	90.00	1272	-	68.23	55.91	18.05	2.50
2020年	甜维你	100.00	1160	12.23	57.37	49.30	14.06	-6.61
2021年	甜维你	100.00	1212	15.54	61.52	52.40	14.81	3.10

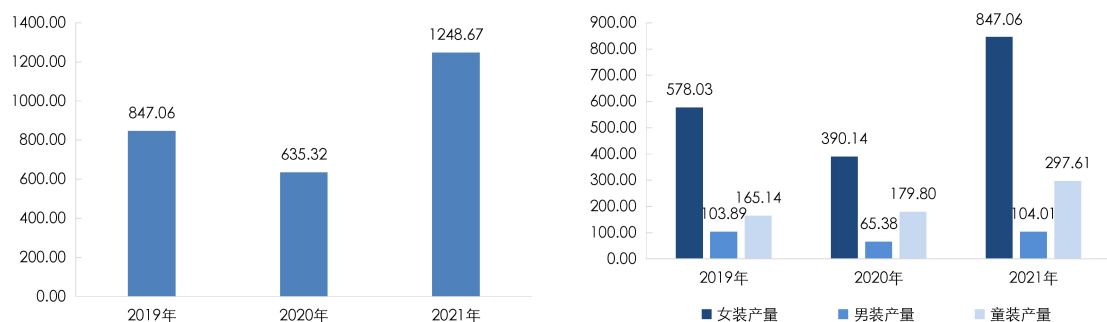
资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，行业回暖叠加线上渠道的拓展，TEENIE WEENIE 品牌服装量价齐升，收入和毛利润大幅增长，毛利率有所提升

TEENIE WEENIE 品牌服装销售渠道中线下销售门店分为直营和加盟两种，以直营门店为主；线上销售主要为天猫旗舰店和抖音等。2021年，TEENIE WEENIE 品牌新增直营店 22 家，新增加盟店 30 家。2022 年一季度，TEENIE WEENIE 品牌直营店新增 4 家，加盟店减少 2 家。截至 2022 年 3 月末，TEENIE WEENIE 品牌服装门店数量 1214 家，其中，直营店 1081 家，加盟店 133 家。

TEENIE WEENIE 品牌服装的生产均为外包，2021 年产量 1248.67 万件，同比大幅增长 96.54%，主要是受益于需求回暖，叠加线上渠道拓展。从服饰类型来看，TEENIE WEENIE 的女装、男装和童装产量同比分别增长 117.12%、59.08% 和 65.52%。女装产量增幅较大，主要系产品系列增加所致。

图表 10 TEENIE WEENIE 品牌服装产量情况（单位：万件）



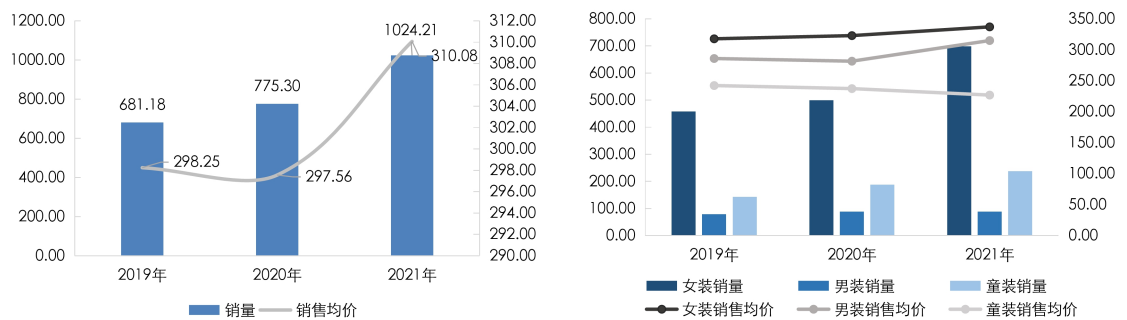
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，加大对线上渠道的投入，在加强传统电商平台运营的基础上，不断拓展线上高收益新渠道并加大对其投入，推动线上业务的快速增长。在二次元年轻消费市场“三坑”（JK、汉服、Lolita）文化热点和潮流下，2021 年 TEENIE

WEENIE 结合自身学院风的品牌基因，推出 JK 系列，实现超亿元销售额，成为公司爆款产品，并相继推出滑板系列、滑雪系列、露营系列等多个产品系列。抖音电商 TEENIE WEENIE 官方旗舰店自 2021 年春节期起便维持抖音平台女装自播榜前列，并多次获得抖音相关榜单的奖项。目前公司在抖音渠道的业务收入已超过天猫，抖音成为 TEENIE WEENIE 品牌最大的线上销售渠道。在传统电商平台方面，TEENIE WEENIE 品牌也保持较好增长。2021 年天猫年货节电商直播活动中，TEENIE WEENIE 童装半小时内售罄约 1 万件，位列天猫卫衣类目第一、天猫店铺行业排名第三名。天猫“618 购物节”期间，TEENIE WEENIE 品牌在天猫平台取得开门红，首小时即超过 2020 年“618 购物节”全天销售。2021 年，TEENIE WEENIE 全年最高月度 GMV 为 1.6 亿元。

2021 年，TEENIE WEENIE 品牌服装销量为 1024.21 万件，较上年提升 32.11%；销售均价 310.08 元/件，较上年有所提升，主要系推出多个系列新产品，吊牌价格上涨所致。从服装类型来看，2021 年 TEENIE WEENIE 女装销量同比增长 39.96%，销售价格略有增长；TEENIE WEENIE 男装销量同比总体稳定，销售价格有所增长；童装销量同比增长 26.39%，销售价格略有下降。2021 年公司 TEENIE WEENIE 推出 JK 系列，实现超亿元销售额。

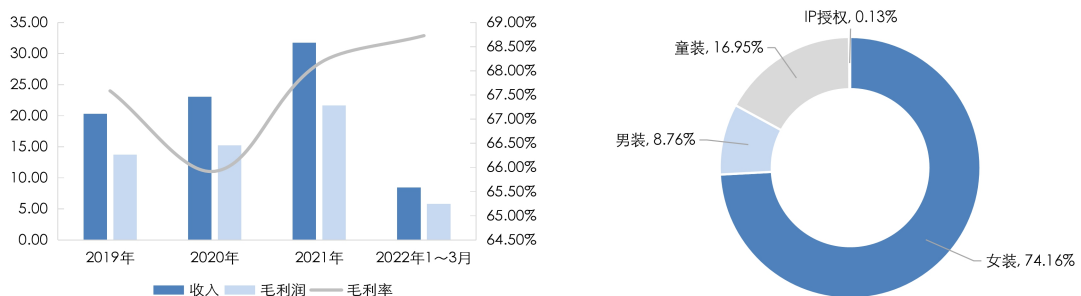
图表 11 TEENIE WEENIE 品牌服装销售情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年，TEENIE WEENIE 品牌服装销量同比增长 32.11%，销售均价小幅提升，实现收入和毛利润分别为 31.76 亿元和 21.65 亿元，同比分别增长 37.66%和 42.33%；其中线上收入 12 亿元，同比增长 94%，占业务收入的比重由 28%提升至 39%。

图表 12 TEENIE WEENIE 品牌服装收入和盈利及 2021 年收入占比情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

采购方面，TEENIE WEENIE 品牌服装生产的成本主要包括人工成本和原材料等。其中所需的原材料主要包括主面料和毛纱等面辅料。2021 年，主要原材料采购价格下降，叠加行业需求回暖，产品价格打折较少，TEENIE WEENIE 品牌服装毛利率有所提升。

2022 年 1~3 月，TEENIE WEENIE 品牌服装实现收入和毛利润分别为 8.43 亿元和 5.89 亿元，同比略有提升，毛利率 68.73%，总体稳定。TEENIE WEENIE 品牌服装线上渠道较好的缓解了疫情对业务的冲击，2022 年，公司将聚焦不同顾客不同生活方式打造新的商品系列，继续探索线上线下渠道的深度融合，加强与明星、网红、KOL、UP 主以及知名品牌的跨界和联名合作，但疫情扰动下，业绩增速或有下滑。

## 重大事项

**公司实际控制人所持公司股份质押比例高；为缓解 2022 年债务集中偿还压力，公司拟与招商银团签订贷款合同，置换前期因收购 TEENIE WEENIE 品牌及相关资产形成的借款，相关事项正在推进**

公司实际控制人曾与 2018 年非公开发行的所有认购方均签署了收益保障协议，保证认购方退出后实际获得的年化收益率，否则将以现金补足差额部分。2021 年 3 月，上海仲裁委员会裁决判令实际控制人个人对昆山威村投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“昆山威村”）和一村资本有限公司（以下简称“一村资本”）承担现金补足义务共计人民币约 2985 万元及相关的违约金。其余相关非公开发行认购方中，实际控制人对共青城朴海投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“朴海投资”）累计未补偿金额约为 1143 万元及相关利息，对上海爱屋企业管理有限公司（以下简称“爱屋企管”）累计未补偿金额约为 1980 万元及相关利息。截至 2022 年 3 月末，公司实际控制人已通过减持其所持公司股份筹集资金，支付上述补偿款项合计 0.5 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司实际控制人王致勤持有公司股份 62659420 股，宋艳俊持有公司股份 52825920 股，大部分已质押。实际控制人股份质押主要系为公司收购 TEENIE WEENIE 品牌及业务的借款提供担保。公司实际控制人已质押的股份合计占其持有公司股份总数的 99.93%。

2017 年 1 月 12 日，公司与杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭金投”）签订了南京金维格服装产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“南京金维格”）合伙协议，约定由杭金投向公司提供 18 亿元贷款，由公司实际控制人王致勤以其持有的公司 25574080 股股票、宋艳俊持有的公司 52825920 股股票进行质押，并提供连带责任担保。截至 2022 年 3 月末，上述贷款待偿还本金 15 亿元，公司面临集中偿还压力。2022 年 4 月，公司召开第四届董事会第三十四次会议审议通过了《关于公司与招行银团签署贷款合同的议案》，拟与招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）等金融机构签署不超过 15 亿元人民币的银团贷款合同，期限 5 年，用于向杭金投回购其持有的南京金维格的财产份额，或置换前期已以自筹资金支付的并购对价。公司相关子公司对上述银团贷款提供房产抵押、股权质押及连带责任保证，公司实际控制人对上述银团贷款提供股票质押及连带责任保证。目前上述事项正在推进，若推进顺利，公司 2022 年债务集中偿还压力将有所缓解。根据还款安排，2022 年~2026 年，公司分期还款本金金额分别为 4.50 亿元、3.00 亿元、3.00 亿元、2.25 亿元和 0.75 亿元，剩余未偿贷款本金余额将在最终到期日偿还。



## 公司治理与战略

**跟踪期内，公司推进了董事会和监事会的换届选举，部分董事和高管人员有调整，治理结构和组织架构无重大变化**

跟踪期内，公司推进了董事会和监事会的换届选举，部分董事和高管人员有调整。公司董事孙克军因个人工作变动，不再担任公司董事；聘任张世源为公司副总经理。公司治理结构和组织架构无重大变化。

**跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化，未来将继续巩固集团时装业务，探索线上线下深度融合的新零售模式，发展新的业务增长点**

跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化。公司将聚焦 TEENIE WEENIE 新复古学院风的标志性品牌定位和 VGRASS 精致、修身品牌 DNA，扩大各品牌的强势品类优势，巩固集团时装业务。公司将持续探索线上线下各渠道深度融合的新零售模式。线下渠道突出体验价值，线上渠道突出兴趣、社交等属性价值。TEENIE WEENIE 和 VGRASS 各打造 1 家能持续自主运营的新零售模式大型体验型购物中心店铺。同时，通过数据运营强化新零售社群运营，培养新零售代运营部门。公司还将引入 DSTE、IPD 等标杆企业战略、产品研发流程，促进业务流程标准化。

## 财务分析<sup>1</sup>

### 财务概况

公司披露了 2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年合并财务报表进行审计，并出具标准无保留意见审计报告。

### 资产构成与质量

**跟踪期内，公司资产总额同比增长，仍以非流动资产为主；存货和应收账款占流动资产的比例较高，资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若业绩不及预期，未来仍面临一定减值风险**

2021 年末公司资产总额同比增加 5.69%，非流动资产占比 63.41%，资产结构仍以非流动资产为主。

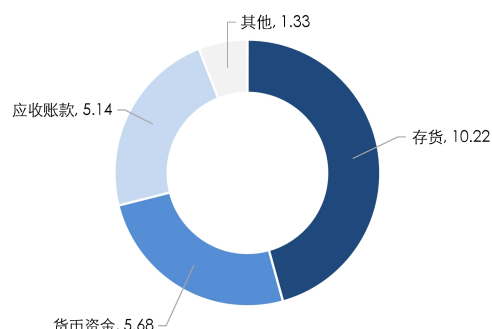
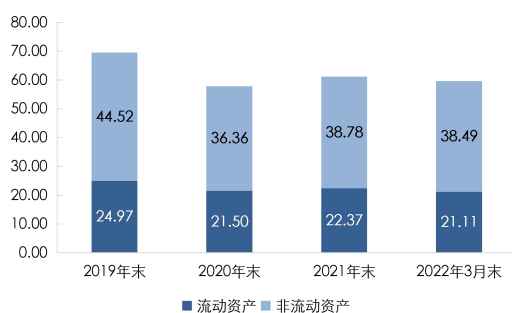
2021 年末，公司流动资产同比增加 4.05%，仍主要由存货、货币资金和应收账款构成。公司存货账面价值 10.22 亿元，主要为库存商品，同比增加 27.50%，系 2020 年末加速消化老品，库存处于较低水平，2021 年公司订货增加所致。公司 2021 年末计提存货跌价准备 0.55 亿元。公司存货周转率 1.44 次，较 2020 年末有所提升，但仍低于行业平均水平<sup>2</sup>。公司货币资金期末余额为 5.68 亿元，较上年末有所减少，仍主要为银行存款；受限货币资金 0.11 亿元，占比较低。公司应收账款主要为应收百货商场门店的结算款。2021 年末，公司应收账款账面价值为

<sup>1</sup> 公司编制 2020 年和 2021 年合并财务报表时因会计政策变更，对数据进行了调整，本报告 2019 年和 2020 年数据分别采用 2020 年和 2021 年合并财务报表期初数。

<sup>2</sup> Wind 高端女装上市公司平均水平为 1.46 次。

5.14 亿元，同比增加 14.37%，主要系疫情缓解，百货商场门店销售增加所致。公司应收账款中 0.05 亿元因债务人债务重组单独计提坏账准备 0.03 亿元；5.52 亿元按信用风险特征组合计提坏账准备 0.40 亿元，其中，账龄在 1 年以内的应收账款占比为 95.70%。2022 年 3 月末，公司流动资产较 2021 年末减少 5.63%，其中存货和应收账款减少，货币资金有所增加。

图表 13 公司资产构成情况 (单位: 亿元) 图表 14 2021 年末流动资产构成 (单位: 亿元)



项目	2019 年	2020 年	2021 年
存货周转率 (次)	0.99	1.15	1.44
总资产周转率 (次)	0.43	0.53	0.73

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

同期末, 公司非流动资产同比增加 6.66%, 主要由商誉、无形资产、使用权资产和递延所得税资产构成, 合计占非流动资产的比例为 93.28%。公司商誉主要由收购 TEENIE WEENIE 形成, 2021 年末账面价值 18.25 亿元, 总体稳定。公司无形资产主要由收购 TEENIE WEENIE 获得的商标权构成, 2021 年末为 12.79 亿元, 同比略有减少。资产总额中商誉和无形资产占比仍较高, 若业绩不及预期<sup>3</sup>, 未来或面临一定减值风险。公司使用权资产为房屋、建筑物, 2021 年末账面价值 2.58 亿元, 较期初增加 54.58%, 为公司新开门店所致。公司递延所得税资产主要为可抵扣亏损, 2021 年末余额 2.56 亿元, 同比增加 25.99%, 主要系可抵扣亏损增加。2022 年 3 月末, 公司非流动资产较 2021 年末变动不大。

截至 2022 年 3 月末, 公司受限资产 0.28 亿元, 占资产总额的 0.48%, 占净资产的 0.93%。

图表 15 截至 2022 年 3 月末公司资产受限情况 (单位: 亿元)

受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	6.22	0.11	保证金、借款质押
固定资产	0.87	0.14	借款质押、公司改制职工退休计划抵押
无形资产	12.78	0.04	借款抵押
<b>合计</b>	<b>19.87</b>	<b>0.28</b>	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

<sup>3</sup> 商誉做减值测试时, TEENIE WEENIE 业务 2022 年至 2026 年营业收入预测分别为 35.05 亿元、37.45 亿元、39.53 亿元、40.83 亿元和 41.75 亿元; 营业收入增长率预测分别为 10.23%、6.84%、5.56%、3.29%和 2.25%; 毛利率预测分别为 68.53%、68.83%、69.07%、69.17%和 69.18%; 折现率预测分别为 15.07%、15.07%、15.07%、15.07%和 15.07%。

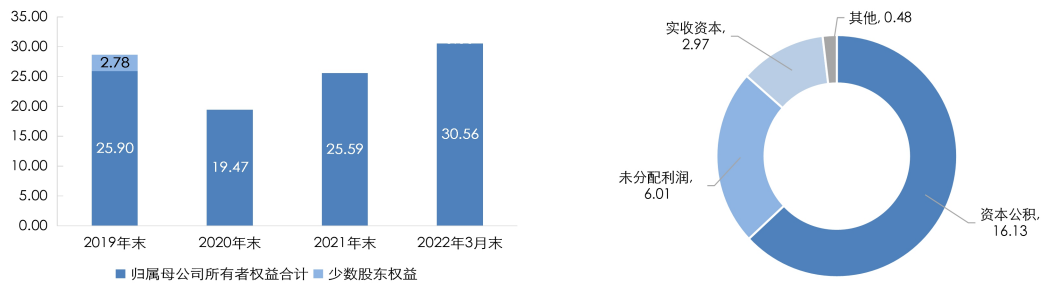
## 资本结构

### 跟踪期内，受益于非公开发行、“维格转债”转股和经营积累，公司所有者权益增加

2021年末，受益于部分“维格转债”转股和经营积累，公司所有者权益有所增加，主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。公司其他权益工具系“维格转债”中权益部分。2021年，“维格转债”转股46616764股，增加资本公积4.35亿元。同时，公司确认了股权激励费用，注销回购的限制性股票。2021年末，公司资本公积同比增加34.74%，实收资本增加17.52%，其他权益工具减少61.59%，均主要系“维格转债”转股所致。受益经营积累，2021年末，公司未分配利润同比增加59.48%。

2022年3月，公司完成非公开发行，募集资金4.65亿元，扣除发行费用后净额4.53亿元，新增注册资本0.51亿元、资本公积4.03亿元。受益于非公开发行募资，2022年3月末，公司所有者权益较2021年末增加19.45%。

图表 16 公司所有者权益情况及 2021 年末构成（单位：亿元）



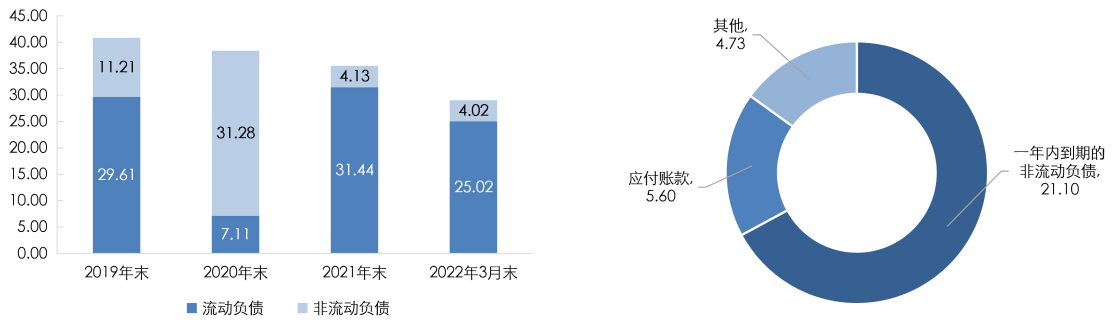
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务负担仍较重，存在集中偿付压力

2021年末，公司负债总额较2020年末减少7.35%，以流动负债为主，占负债总额的比重为88.38%。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债和应付账款构成。一年内到期的非流动负债同比大幅增加，主要为杭金投和招商银行银团长期借款将于1年内到期，由长期借款转入所致。2021年末，一年内到期的杭金投和招商银行银团长期借款分别为16.07亿元和3.89亿元，公司拟与招商银团签订贷款合同置换到期的借款。2021年末公司应付账款同比增加90.11%，主要系2020年加速消化老品，控制存货采购，2020年采购增加所致。

2022年3月末，公司流动负债较2021年末减少20.40%。公司一年内到期的非流动负债较2021年末减少，主要系偿还招商银行银团借款所致；应付账款较2021年末减少22.45%，主要为疫情影响下采购减少和货款结算所致；其他应付款主要为电商运营费，较2021年末增加27.59%。

图表 17 公司负债情况及 2021 年末公司流动负债构成 (单位: 亿元)



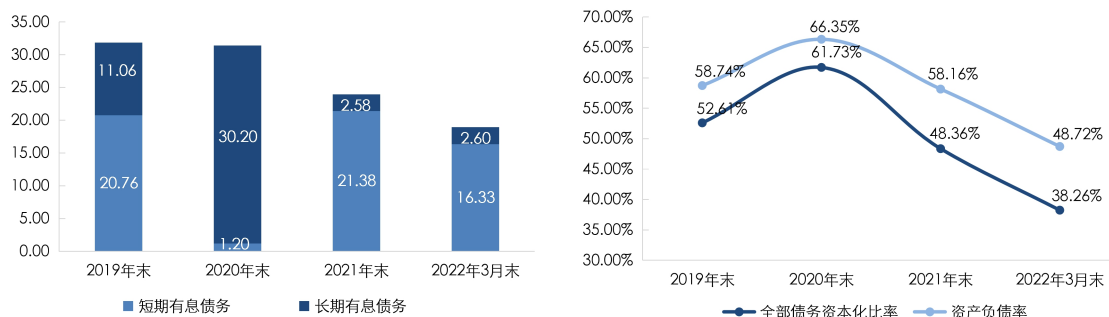
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年末, 公司非流动负债同比减少 86.79%, 主要系杭金投和招商银行银团长期借款将于 1 年内到期, 由长期借款转入一年内到期的非流动负债所致, 由应付债券和租赁负债构成, 合计占比 97.76%。公司应付债券 2.58 亿元, 为“维格转债”考虑溢折价摊销及转股后金额, 同比减少, 为转股所致。公司租赁负债 1.46 亿元, 同比增加 55.81%, 为公司新开门店所致。2022 年 3 月末, 公司非流动负债较 2021 年末变动不大。

2021 年末, 公司有息债务规模同比下降 23.69%, 主要系“维格转债”转股和偿还杭州金投并购贷款所致。有息债务结构以短期有息债务为主; 资产负债率及全部债务资本化比率较 2020 年末均有所下降。2022 年 3 月末, 公司有息债务规模较 2021 年末继续减少, 资产负债率及全部债务资本化比率较 2021 年末继续下降。

截至 2022 年 3 月末, 公司有息债务主要为杭金投的约 15 亿元借款, 从债务期限结构来看, 集中于 2022 年偿还, 存在集中偿还压力。2022 年 4 月, 公司召开第四届董事会第三十四次会议审议通过了《关于公司与招行银团签署贷款合同的议案》。公司拟与招商银行等金融机构签署不超过 15 亿元人民币的银团贷款合同, 期限 5 年, 用于向杭金投回购其持有的南京金维格的财产份额, 或置换前期已以自筹资金支付的并购对价。根据还款安排, 2022 年~2026 年, 公司分期还款本金金额分别为 4.50 亿元、3.00 亿元、3.00 亿元、2.25 亿元和 0.75 亿元, 剩余未偿贷款本金余额将在最终到期日偿还。

图表 18 公司有息债务及负债率情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2022 年 3 月末, 公司无对外担保。

## 盈利能力

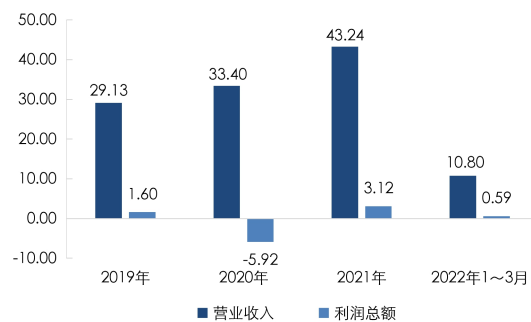
2021年，公司营业收入有所增长，盈利提升，但疫情扰动，或对公司2022年经营产生一定不利影响

2021年，疫情影响减弱，公司线下渠道业务恢复性增长，线上渠道特别是抖音平台直播业务快速增长，营业收入同比增长29.48%，主营业务盈利能力有所提升，营业利润率有所提升。期间费用仍以销售费用为主，2021年销售费用同比增长36.04%，主要系公司对线上线下的销售运营及宣传推广投入增加所致；管理费用有所增加，主要系社保不再享受减免，职工薪酬增加及信息化系统等后台建设投入等所致；财务费用有所减少，系偿还银行借款和“维格转债”转股，利息支出减少所致；研发费用增加，系研发人员增加，职工薪酬增加所致。期间费用率62.40%，同比小幅下降。公司营业利润和利润总额分别为2.83亿元和3.12亿元。公司其他收益主要为收到的增值税退税，同比减少；信用减值损失主要为计提的坏账损失，同比有所增加；资产减值损失为存货跌价损失及合同履约成本减值损失，较2020年变动较大，主要为2020年计提无形资产和商誉减值损失较多所致。

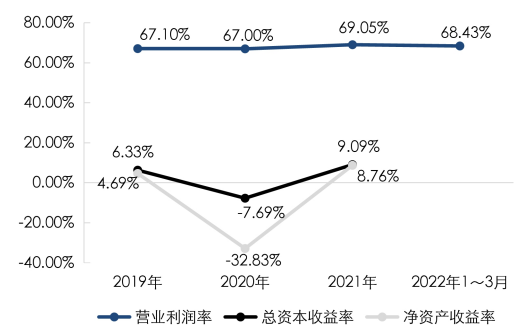
从资产盈利情况来看，跟踪期内，公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所提升，整体盈利能力增强。

2022年1~3月，公司营业收入10.80亿元，同比略有增长；营业利润和利润总额均为0.59亿元，同比均大幅下滑，主要系公司对线上线下的销售运营及宣传推广投入加大，销售费用增加，对利润有所侵蚀。疫情扰动，或对公司2022年经营产生一定不利影响。

图表 19 公司收入和利润情况（单位：亿元）



图表 20 公司主要盈利指标情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 现金流

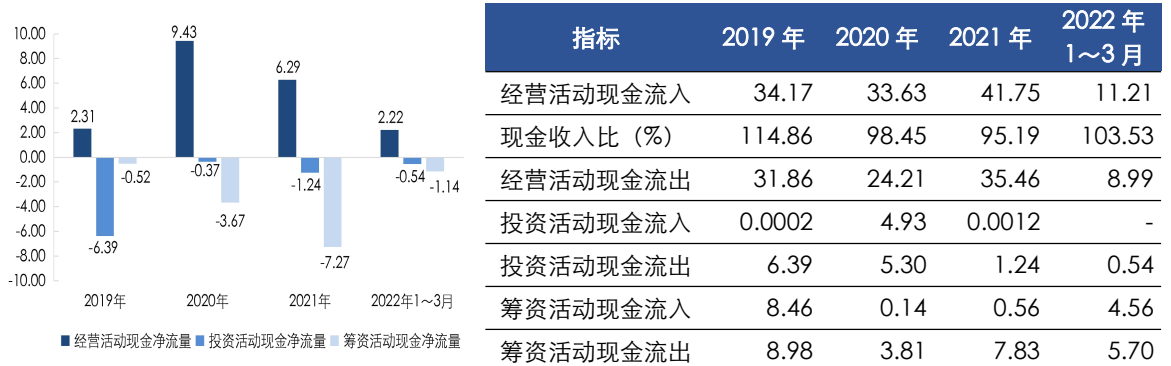
跟踪期内，公司经营净现金保持净流入，投资性现金净流出略有扩大，筹资性现金净流出规模大幅增加，对外部融资存在依赖

2021年，公司经营净现金流为6.29亿元，同比有所减少，主要为公司VGRASS和TEENIE WEENIE销量规模扩大，公司存货增加较多所致；投资性净现金流仍保持为负，且净流出规模扩大，主要系信息化系统建设、店铺装修等长期资产的投资性现金支出增加所致；筹资性净现金流出规模扩大，主要为公司偿还债务和支付租赁付款增加所致。

2022年1~3月，公司经营净现金保持净流入；因店铺迭代升级，购建资产，公司投资性净现金流出；因偿还部分杭金投和招商银行银团借款，筹资性净现金流出。

预计 2022 年公司经营性净现金保持净流入, 在建工程继续投入, 投资性现金流保持净流出, 面临债务集中偿还压力, 对外存在一定的融资需求。

图表 21 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 偿债能力

2021 年末, 由于杭金投和招商银行银团长期借款将于 1 年内到期, 由长期借款转入一年内到期的非流动负债, 公司流动负债大幅增加, 流动比率及速动比率较 2020 年末大幅下滑。2021 年, 公司销售规模扩大, 存货增加较多, 经营活动产生的现金净流入减少, 经营现金流动负债比有所下降; 线上销售快速增长, 叠加疫情影响减弱, 线下销售恢复增长, 公司收入增长, 未计提减值, 利润增长, EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 改善。2022 年 3 月末, 公司流动比率及速动比率均较 2021 年末有所提升。

图表 22 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
流动比率	84.33	302.34	71.17	84.39
速动比率	48.08	189.65	38.67	46.81
经营现金流动负债比	7.81	132.53	20.01	-
EBITDA 利息倍数	2.15	-0.94	3.26	-
全部债务/EBITDA	5.97	-13.46	3.25	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年 4 月~2023 年 3 月, 若取得相关贷款, 公司需偿还招商银行银团借款等约 5 亿元。2021 年公司分配股利、利润及偿付利息所支付的现金 1.88 亿元。截至 2022 年 3 月末, 公司未受限的货币资金 6.12 亿元; 2021 年公司经营性净现金流为 6.29 亿元, 货币资金及经营性净现金流对短期债务具有一定覆盖能力。此外, 公司作为上市公司, 融资渠道较为畅通, 对一年内到期有息债务能够实现较好覆盖。若无法顺利取得相关贷款, 公司将面临流动性压力。

## 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（自主查询版），截至 2022 年 3 月 28 日，公司本部未结清信贷中无不良及关注类信息。

公司资本市场发行债券已按期付息，未发生违约情况。

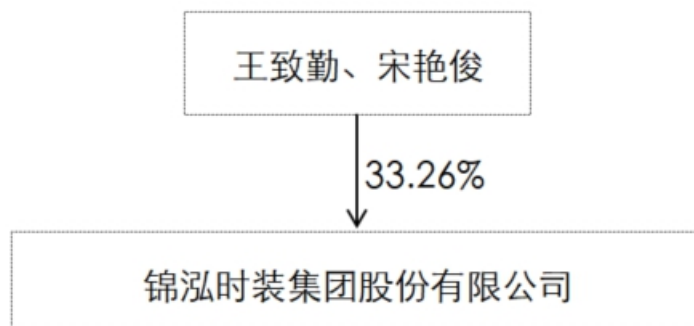
## 抗风险能力及结论

公司是国内知名服装企业，自主设计能力较强，供应链体系成熟，旗下 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌知名度较高，跟踪期内仍具有较强的市场竞争实力；公司线下营销网络分布广泛，门店数量保持增长，结合品牌定位布局在一线城市、省会城市及二、三线城市的核心商圈的高端百货和购物中心，对未来产品销售形成一定保障；2021 年，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装销量和收入增加，盈利提升；受益于非公开发行、“维格转债”转股和经营积累，公司所有者权益增加，资本实力有所增强。

同时，东方金诚关注到，疫情扰动，或对公司 2022 年经营产生一定不利影响，公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若业绩不及预期，未来或面临一定减值风险；公司拟与招商银行签订贷款合同，置换前期因收购 TEENIE WEENIE 品牌及相关资产形成的借款，相关事项正在推进；公司实际控制人所持公司股份质押比例高，公司债务负担仍较重，面临集中偿付压力。

综上所述，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为 AA，评级展望为负面；维持“维格转债”的信用等级为 AA。

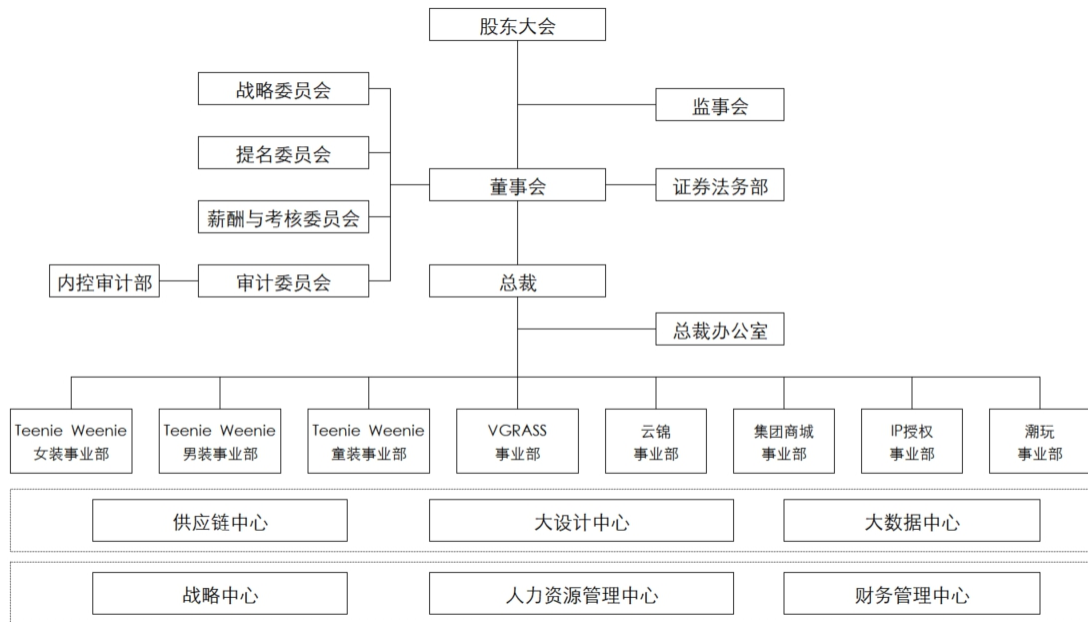
附件一：截至 2022 年 3 月末锦泓集团股权结构图<sup>4</sup>



<sup>4</sup> 王致勤、宋艳俊为夫妻关系。



附件二：截至 2022 年 3 月末锦泓集团组织结构图



### 附件三：锦泓集团主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2022年	2022年3月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额（亿元）	69.49	57.86	61.15	59.60
所有者权益（亿元）	28.67	19.47	25.59	30.56
负债总额（亿元）	40.82	38.39	35.57	29.04
短期债务（亿元）	20.76	1.20	21.38	16.33
长期债务（亿元）	11.06	30.20	2.58	2.60
全部债务（亿元）	31.83	31.40	23.96	18.94
营业收入（亿元）	29.13	33.40	43.24	10.80
利润总额（亿元）	1.60	-5.92	3.12	0.59
净利润（亿元）	1.35	-6.39	2.24	0.41
EBITDA（亿元）	5.33	-2.33	7.38	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.31	9.43	6.29	2.22
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-6.39	-0.37	-1.24	-0.54
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.52	-3.67	-7.27	-1.14
毛利率（%）	67.71	67.68	69.62	69.14
营业利润率（%）	67.10	67.00	69.05	68.43
销售净利率（%）	4.62	-19.14	5.18	3.81
总资本收益率（%）	6.33	-7.69	9.09	-
净资产收益率（%）	4.69	-32.83	8.76	-
总资产收益率（%）	1.94	-11.05	3.66	-
资产负债率（%）	58.74	66.35	58.16	48.72
长期债务资本化比率（%）	27.85	60.80	9.17	7.85
全部债务资本化比率（%）	52.61	61.73	48.36	38.26
货币资金/短期债务（倍）	0.38	6.73	0.27	0.38
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-12.81	28.83	21.08	-
流动比率（%）	84.33	302.34	71.17	84.39
速动比率（%）	48.08	189.65	38.67	46.81
经营现金流流动负债比（%）	7.81	132.53	20.01	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.15	-0.94	3.26	-
全部债务/EBITDA（倍）	5.97	-13.46	3.25	-
应收账款周转次数（次）	5.45	6.87	8.97	-
销售债权周转率（次）	5.45	6.87	8.97	-
存货周转次数（次）	0.99	1.15	1.44	-
总资产周转次数（次）	0.43	0.52	0.73	-
现金收入比（%）	114.86	98.45	95.19	103.53

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

评级方法为《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型 (RTFC015201907)》

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级和 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。