

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0455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，评级展望维持负面，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

二〇二三年六月二十五日

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”），本公司声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月25日至2024年6月24日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月25日

锦泓时装集团股份有限公司主体及“维格转债”

2023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	2023/6/25	AA/负面	高君子	杨欣怡

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”）主营中高端服装的设计研发、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

基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	营业收入	20.00	12.68
	竞争优势	20.00	12.00
市场竞争力	多样性	10.00	8.00
	EBITDA/收入	8.00	6.97
盈利能力	总资产收益率	7.00	3.77
	资产负债率	10.00	8.49
债务负担和保障程度	经营性净现金流/流动负债	7.00	7.00
	EBITDA/利息支出	9.00	5.07
	全部债务/EBITDA	9.00	7.73

调整因素

个体信用状况	无
外部支持	aa
评级模型结果	无
评级模型结果	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；门店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，2022 年 VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装线上销售收入增加；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，受宏观环境等因素影响而致客流下降，2022 年公司收入和利润总额同比下降；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；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，评级展望维持负面；维持“维格转债”的信用等级为 AA。

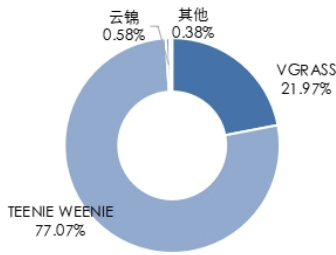
同业比较

项目	锦泓集团	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)	61.12	85.51	21.44
营业总收入 (亿元)	38.99	86.02	12.73
毛利率 (%)	69.20	48.22	58.37
存货周转率 (次)	1.11	1.91	1.35
资产负债率 (%)	49.43	51.43	37.04
货币资金/短期有息债务 (倍)	0.65	1.76*	37.32*

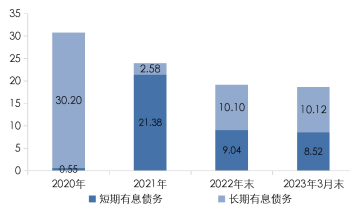
注：以上企业除天创时尚股份有限公司外最新主体信用等级均为 AA/稳定；2022 年 6 月 13 日，天创时尚股份有限公司主体信用等级由 AA 下调至 AA-，评级展望维持稳定。数据来源：各企业公开披露的 2022 年数据，东方金诚整理；标“*”的数据计算时短期有息债务中不含其他短期有息债务

主要指标及依据

2022 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	56.27	61.15	61.12	59.77
所有者权益 (亿元)	19.47	25.59	30.91	32.03
全部债务 (亿元)	30.75	23.96	19.14	18.64
营业总收入 (亿元)	33.40	43.24	38.99	11.67
利润总额 (亿元)	-5.92	3.12	0.32	1.39
经营性净现金流 (亿元)	9.43	6.29	5.49	2.06
营业利润率 (%)	67.00	69.05	68.61	68.59
资产负债率 (%)	65.40	58.16	49.43	46.42
流动比率 (%)	334.13	71.17	119.30	131.39
全部债务/EBITDA (倍)	-13.18	3.25	3.85	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	-0.94	3.26	3.08	-

注：数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 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，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；
- 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，线上渠道销售规模和占比均有所上升，预计随着下游需求复苏，2023 年公司盈利能力将有所改善；
- 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

- 受宏观环境等因素影响而致客流下降，2022 年公司营业收入和利润总额同比下降；
- 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；
- 跟踪期内，公司实际控制人所持公司股份质押比例高，债务负担仍较重，短期集中偿付压力较大。

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，但债务负担仍较重，短期集中偿付压力较大。

评级方法及模型

工商企业（通用）信用评级方法及模型 (RTFC027202208)

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	2022/6/17	熊璘、苑小雨	《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型 (RTFC015201907)》	阅读原文
AA/负面	维格转债/AA	2020/5/13	熊璘、张岳		阅读原文
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	熊璘、张岳	《东方金诚工商企业信用评级方法》 (2014年5月)	阅读原文
AA/稳定	维格转债/AA	2018/5/15	张铭钊、李默晗		阅读原文

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	2022/6/17	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仍为王致勤、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2023年3月末，公司总股本为34720.67万股；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2023年3月末，公司（合并）资产总额为59.77亿元，所有者权益为32.03亿元，资产负债率为46.42%；2022年和2023年1~3月，公司分别实现营业收入38.99亿元和11.67亿元，利润总额0.32亿元和1.39亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

锦泓集团发行的“维格娜丝时装股份有限公司¹2019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，截至2022年末，已使用4.26亿元，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1.76亿元，投资智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台0.49亿元，补充流动资金1.30亿元。2023年4月27日，公

¹ 维格娜丝时装股份有限公司为公司曾用名。

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，经公司董事会审议通过，上述结余资金目前用于临时补充流动资金，募集资金账户余额 6110.93 万元。

截至本报告出具日，公司按时支付“维格转债”利息。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023 年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为 0.5%，大幅低于上年全年的 7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP 基数明显偏低。综合以上，预计二季度 GDP 同比增速有望升至 8.0% 左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的 GDP 有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中 3 月 CPI 同比仅为 0.7%，PPI 同比则连续 6 个月处于通缩状态。2023 年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大

2023 年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到 10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023 年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及 3 月新安排 1.2 万亿元减税降费措施等，都显示 2023 年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

行业分析

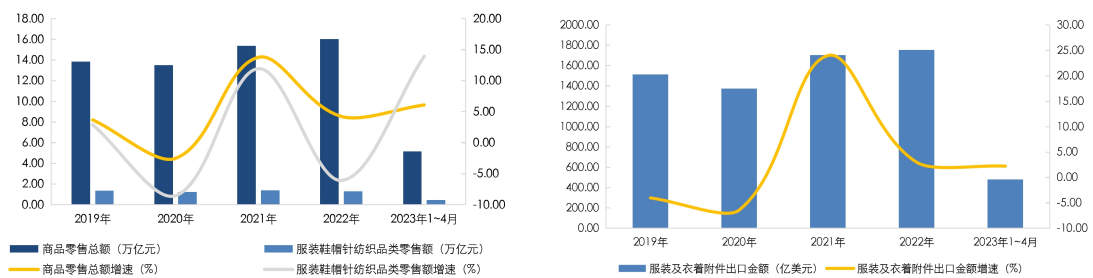
2022年，受宏观环境等因素影响，实体门店客流持续下滑，但直播电商渠道为行业发展提供了新机遇，行业需求保持增长韧性，预计2023年行业需求将有所回暖

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。2022年，我国限额以上企业商品零售总额16.03万亿元，同比增长4.25%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额1.30万亿元，同比下降6.06%。同期，我国服装及衣着附件出口金额1753.97亿美元，同比增长3.01%。受宏观环境等因素影响，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。2022年全国网上零售额137853亿元，同比增长5.32%，直播电商渠道为行业发展提供了新机遇。

2023年1~4月，我国限额以上企业商品零售总额5.15万亿元，同比增长6.10%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额0.47万亿元，同比增长13.95%，我国服装及衣着附件出口金额480.75亿美元，同比增长2.25%，规模和增速均有所上升，预计2023年服装鞋帽针织类商品零售额将增加。

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

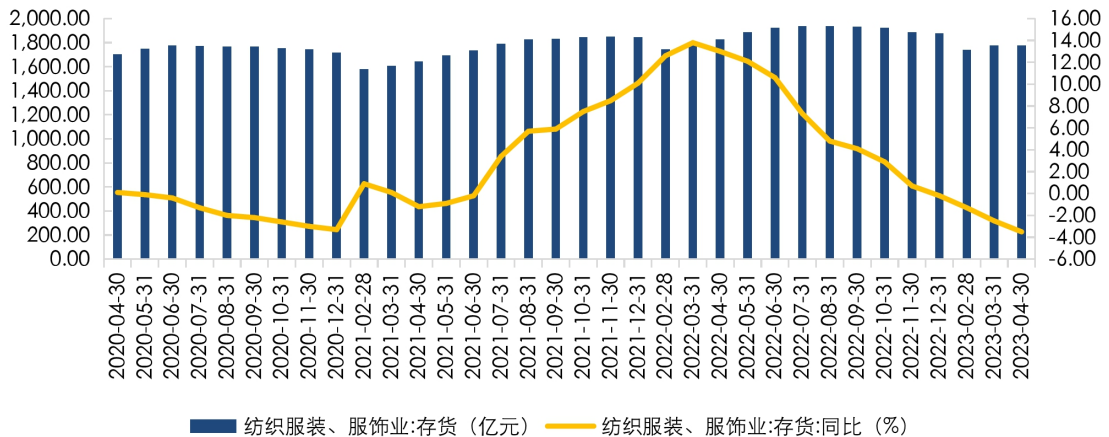


资料来源：同花顺，东方金诚整理

2022年，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，随着需求复苏，预计2023年行业库存规模有所下降

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。2021年以来，企业加大订货，行业存货规模增长，处于较高水平。2022年，下游需求不足，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。随着宏观经济回暖，服装行业需求复苏，2023年以来，行业存货规模同比下降。

图表 2 近年纺织服装、服饰业库存情况



资料来源：同花顺，东方金诚整理

受市场需求不足、产销量下降等因素影响，2022年服装企业盈利能力有所下降，预计随着需求复苏，2023年行业企业盈利好转，数字化新零售发展趋势不改，线上线下深度融合的企业竞争优势较强

2022年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。据国家统计局数据，2022年，全国13219家规模以上服装企业累计实现营业收入14538.90亿元，同比下降1.92%；利润总额763.80亿元，同比下降0.52%。预计2023年随着宏观经济回暖，下游需求复苏，服装企业盈利能力将好转。

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。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2023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

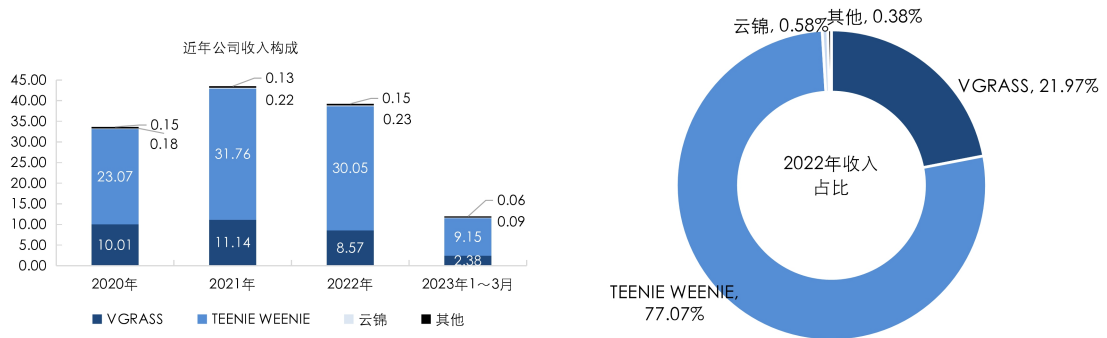
公司营业收入和毛利润仍主要来源于VGRASS和TEENIE WEENIE品牌服装，2022年，受客流量下降及线下门店销售规模下降影响，收入、毛利润和毛利率均同比下降

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。2022年，受客流下降的影响，线下销售有较大幅度下滑，公司收入同比下降9.83%，从收入构成来看，2022年VGRASS和TEENIE WEENIE收入占比分别为21.97%和77.07%，其中TEENIE WEENIE收入占比提高。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，2022年毛利润占比分别为23.31%和75.70%，其中TEENIE WEENIE品牌服装毛利润占比提高。2022年，公司毛

利润同比下降 10.37%，毛利率同比下降 0.42 个百分点，主要系居民消费受到宏观环境的影响，整体需求表现疲弱，客流量下降，线下门店销售规模下降所致。2023 年 1~3 月，公司收入同比增长 8.05%，毛利润同比增加 8.43%，毛利率同比上升 0.24 个百分点。

图表 3 公司收入和盈利情况及 2022 年收入构成 (单位: 亿元、%)



业务板块	2020 年		2021 年		2022 年		2023 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	7.21	72.07	8.24	73.99	6.29	73.41	1.64	69.01
TEENIE WEENIE	15.21	65.92	21.65	68.16	20.43	67.97	6.35	69.43
云锦	0.13	71.84	0.15	70.13	0.16	72.91	0.06	72.98
其他	0.06	38.92	0.07	52.47	0.10	71.02	0.04	71.41
合计	22.60	67.68	30.11	69.62	26.99	69.20	8.10	69.38

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”, 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。2022 年末, 公司拥有设计人员 116 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。2022 年, 公司研发投入总额 0.92 亿元, 研发投入占营业收入比例为 2.37%, 同比均有所增加。

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，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，跟踪期内门店数量有所下降

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。跟踪期内，受客流量下降影响，公司关闭部分门店，截至2023年3月末，公司拥有1393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	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月	
VGRASS	直营	176	187	170	166
	加盟	18	29	37	40
	小计	194	216	207	206
TEENIE WEENIE	直营	1055	1077	1075	1041
	加盟	105	135	147	145
	小计	1160	1212	1222	1186
云锦	直营	1	1	1	1
	加盟	-	-	-	-
	小计	1	1	1	1
合计	直营	1232	1265	1246	1208
	加盟	123	164	184	185
	合计	1355	1429	1430	1393

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，线上渠道销售规模和占比均有所上升

2022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。跟踪期内，TEENIE WEENIE女装在抖音渠道继续保持女装品牌自播排名前列，在天猫和京东平台双十一活动销售排名持续提升。2022年，公司线上收入15.10亿元，同比增长5.60%，占全年营业收入比重为38.88%，同比增长5.68个百分点，线上渠道销售规模和占比均有所上升。

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/月、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
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
2022年	上海维格	100.00	207	28.52	5.54	0.52	90.61	-0.32

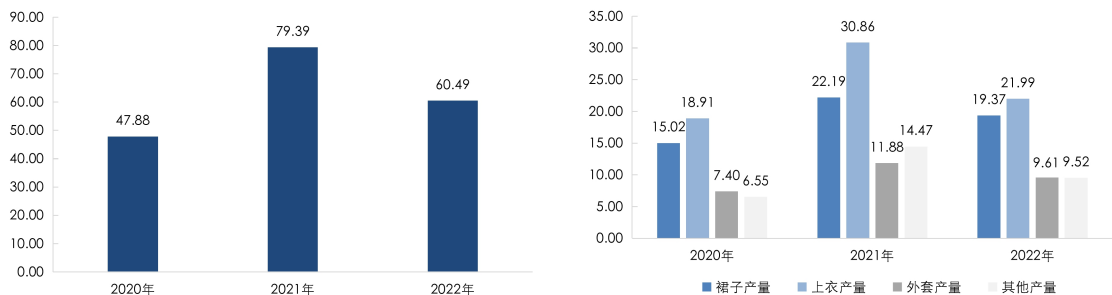
资料来源：公开资料，东方金诚整理

2022年，VGRASS 品牌服装门店数量下降，线上渠道稳定，受客流量下降影响，公司收入和毛利润有所下降

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。2022年，VGRASS 品牌直营店减少 17 家，新增加盟店 8 家。2023 年一季度，VGRASS 品牌直营店减少 4 家，新增 3 家加盟店。截至 2023 年 3 月末，VGRASS 门店数量 206 家，其中直营店 166 家，加盟店 40 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，2022 年自有工厂产能 24.00 万件/年，产能利用率 76%。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。2022 年，VGRASS 品牌服装产量 60.49 万件，同比下降 23.81%，主要系受外部因素影响而导致客流量减少，需求下滑所致。从服装类型来看，VGRASS 的裙子、上衣、外套产量同比分别下降 12.73%、28.73%和 19.11%。

图表 6 VGRASS 品牌服装产量情况（单位：万件）

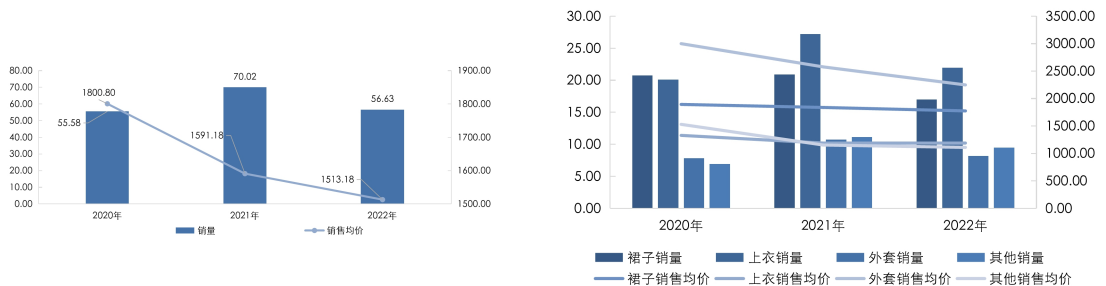


资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022 年，VGRASS 品牌服装销量为 56.63 万件，同比下降 19.13%；销售均价 1513.18 元/件，较上年略有下降，主要系售价相对较低的配件销售占比提高所致。从服装类型来看，2022 年 VGRASS 裙子、上衣和外套销量均有所下降；除外套外，其他类型销售均价均有所上升。2022 年，VGRASS 裙子销售收入 3.47 亿元，同比下降 9.88%；上衣销售收入 3.11 亿元，同比下降

3.94%；外套销售收入 2.06 亿元，同比下降 25.53%；其他服饰产品销售收入 1.25 亿元，同比下降 2.86%。

图表 7 近年 VGRASS 品牌服装销售情况（单位：万件、元/件）

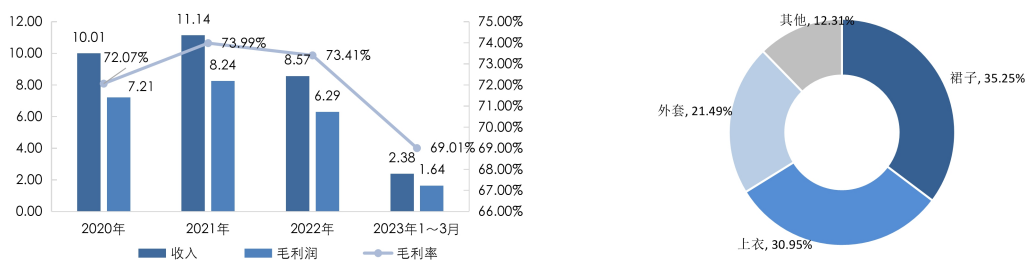


资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。2022 年，VGRASS 品牌服装主要原材料采购价格上升，毛利率略有下降。

2022 年，VGRASS 品牌服装收入和毛利润分别为 8.57 亿元和 6.29 亿元，同比分别下降 23.10%和 23.70%，主要系客流量下降而至销量下降所致；毛利率 73.41%，同比下降 0.58 个百分点。2022 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 35.25%、30.95%和 21.49%。VGRASS 品牌服装线上业务收入有所下降，受客流量下降，店铺数量下降等因素影响，VGRASS 品牌服装收入和毛利润均同比下降。

图表 8 VGRASS 品牌服装收入和盈利及 2022 年收入占比情况（单位：万件、亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年 1~3 月，受需求回暖客流量增加影响，VGRASS 品牌服装实现收入和毛利润分别为 2.38 亿元和 1.64 亿元，同比均有所增加，毛利率 69.01%，同比略有下降。2023 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。

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/月、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
2020年	甜维你	90.00	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
2022年	甜维你	100.00	1222	14.48	64.27	48.26	24.90	1.68

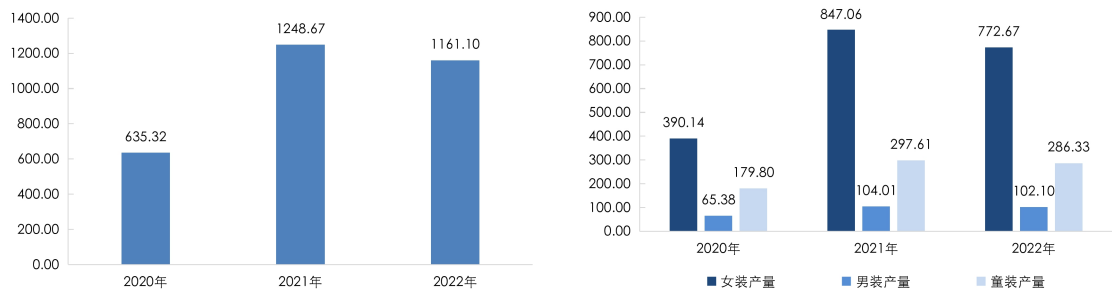
资料来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，受宏观环境等因素影响而致客流下降，TEENIE WEENIE 品牌服装销量下降，收入和毛利润均同比下降

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。2022年，TEENIE WEENIE 品牌减少直营店2家，新增加盟店12家。2023年一季度，TEENIE WEENIE 品牌直营店减少34家，加盟店减少2家。截至2023年3月末，TEENIE WEENIE 品牌服装门店数量1186家，其中，直营店1041家，加盟店145家。

TEENIE WEENIE 品牌服装的生产均为外包，2022年产量1161.10万件，同比下降7.01%，主要系需求不足而至客流量下降所致。从服饰类型来看，TEENIE WEENIE 的女装、男装和童装产量同比分别下降8.78%、1.83%和3.79%。

图表 10 TEENIE WEENIE 品牌服装产量情况（单位：万件）



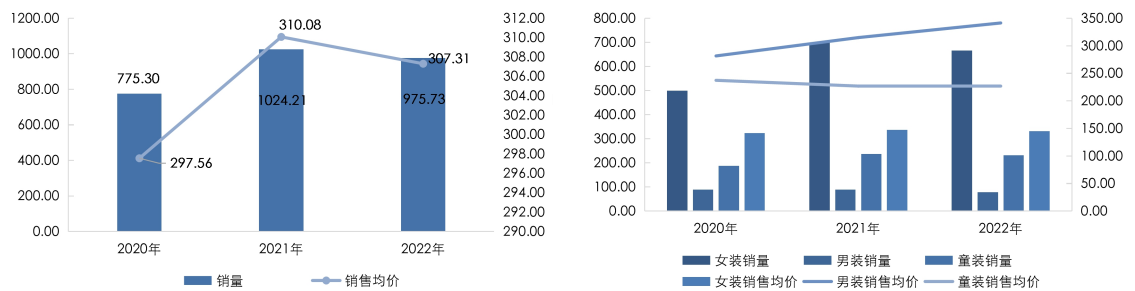
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，线下渠道受外部因素影响而导致客流量下降，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，推动线上业务的增长。2022年，TEENIE WEENIE 品牌不断巩固其在学院风产品市场的份额，提升品牌影响力，新推出了鞋履品类产品线并于线上平台发布。2022年，TEENIE WEENIE 女装在抖音渠道继续保持女装品牌自播排名前列，在天猫和京东平台双十一活动销售排名持续提升，TEENIE WEENIE 童装在天猫渠道大促的排名进入前十，TEENIE

WEENIE 童装与竞争品牌进行差异化精细运营，也实现了在抖音渠道的业绩突破，为强化婴童产品线，品牌还在抖音渠道开设婴童独立店铺。

2022年，TEENIE WEENIE 品牌服装销量为 975.73 万件，同比下降 4.73%，主要系受宏观环境影响客流量下降所致；销售均价 307.31 元/件，同比下降 0.89%。从服装类型来看，2022年 TEENIE WEENIE 女装销量同比下降 4.66%，销售价格同比下降 1.79%；TEENIE WEENIE 男装销量同比下降 11.42%，销售价格同比增长 8.42%；童装销量同比下降 2.47%，销售价格略有上升。

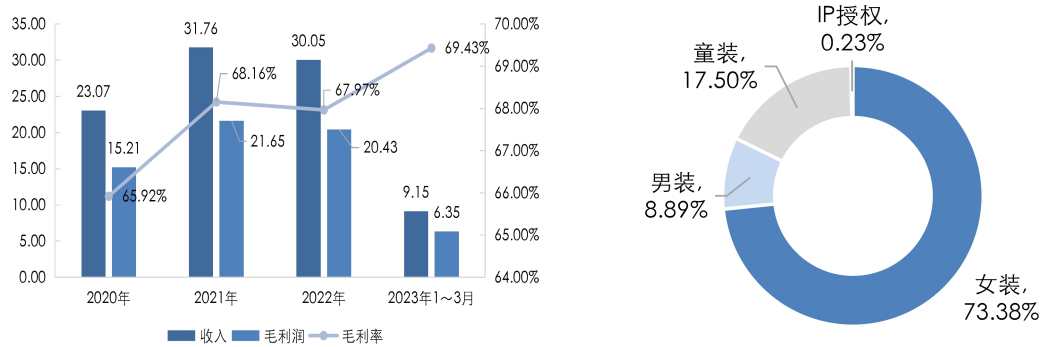
图表 11 TEENIE WEENIE 品牌服装销售情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年，TEENIE WEENIE 品牌服装销量同比下降 4.73%，销售均价略有下降，实现收入和毛利润分别为 30.05 亿元和 20.43 亿元，均有所下降；其中线上收入 13.58 亿元，同比增长 10.32%，占比 45.19%。

图表 12 TEENIE WEENIE 品牌服装收入和盈利及 2022 年收入占比情况（单位：亿元、万件）



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。2022年，主要原材料采购价格下降，但受产品销售均价下降以及产销量下降致单位生产产生成本上升等因素影响，TEENIE WEENIE 品牌服装毛利率有所下降。

2023年 1~3 月，TEENIE WEENIE 品牌服装实现收入和毛利润分别为 9.15 亿元和 6.35 亿元，毛利率 69.43%，同比均有所提升。TEENIE WEENIE 品牌服装线上渠道较好的缓解了线下门店客

流量下降对业务的冲击，2023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，预计随着宏观经济回暖，需求复苏，2023年TEENIE WEENIE品牌服装收入和毛利润将有所增加。

公司治理与战略

跟踪期内，公司治理结构、组织架构均无重大变化，实际控制人持有公司股权质押比例高

跟踪期内，公司治理结构和组织架构无重大变化。截至2023年3月末，公司总股本为34720.67万股；王致勤和宋艳俊夫妇仍分别持股18.05%和15.21%，为公司控股股东和实际控制人。截至2022年末，王致勤持有公司6265.9420万股，已质押6257.4080万股，宋艳俊持有公司5282.5920万股，已全部质押，实际控制人持有公司股权质押比例高。实际控制人股份质押主要为公司贷款提供增信担保。

跟踪期内，公司发展战略未发生变化，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。公司仍将聚焦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

财务概况

公司披露了2022年审计报告及2023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2022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。2023年1~3月财务数据未经审计。截至2022年末，公司合并范围子公司10家。

资产构成与质量

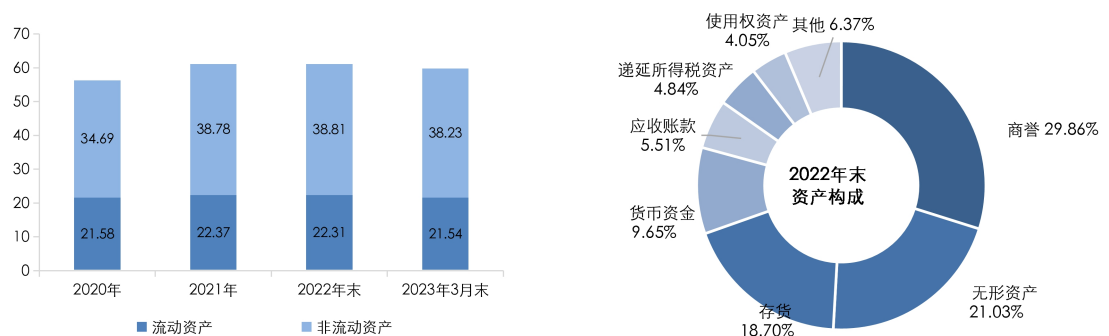
跟踪期内，公司资产总额有所下降，仍以非流动资产为主，存货和应收账款占比较高，存在一定资金占用，资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若业绩不及预期，未来仍面临一定减值风险

跟踪期内，公司资产总额有所下降，2023年3月末公司资产总额较2022年末下降2.20%，非流动资产占比略有增长，为63.96%，资产结构仍以非流动资产为主。

跟踪期内，公司流动资产有所下降，2022年末，仍主要由存货、货币资金和应收账款等构成。2022年末，公司存货账面价值11.43亿元，同比增加11.83%，主要系客流量下降库存增加所致；主要由库存商品、原材料和在产品构成，期末账面价值分别为10.32亿元、0.71亿元

和 0.40 亿元；计提存货跌价准备 0.72 亿元；存货周转率 1.11 次，同比下降 0.33 次；2023 年 3 月末，公司存货账面价值 9.85 亿元，较 2022 年末下降 13.79%。跟踪期内，货币资金保持增长，2022 年末，公司货币资金期末余额为 5.90 亿元，同比增长 3.77%，仍主要为银行存款；受限的货币资金 1.91 亿元；2023 年 3 月末，期末余额较 2022 年末增长 12.17%。公司应收账款主要为应收百货商场门店的结算款，受百货商场客流量下降致销售规模下降影响，2022 年末公司应收账款账面价值同比下降 34.52%至 3.37 亿元，计提坏账准备 0.40 亿元；账龄在 1 年以内的应收账款占比为 97.56%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 14.00%；2023 年 3 月末，应收账款账面价值较 2022 年末增长 4.23%。2023 年 3 月末，公司流动资产较 2022 年末减少 3.42%，主要系货币资金下降所致。

图表 13：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
存货	8.01	10.22	11.43	9.85
货币资金	8.08	5.68	5.90	6.61
应收账款	4.50	5.14	3.37	3.51
流动资产合计	21.58	22.37	22.31	21.54
商誉	18.25	18.25	18.25	18.25
无形资产	12.80	12.79	12.85	12.83
递延所得税资产	2.03	2.56	2.96	2.96
使用权资产	-	2.58	2.48	2.13
非流动资产合计	34.69	38.78	38.81	38.23
资产总计	56.27	61.15	61.12	59.77

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产略有下降，2022 年末，主要由商誉、无形资产、递延所得税资产和使用权资产等构成。公司商誉主要由收购 TEENIE WEENIE 形成，跟踪期内未发生变化，2022 年末账面价值仍为 18.25 亿元。公司无形资产主要由收购 TEENIE WEENIE 获得的商标权构成，2022 年末为 12.85 亿元，同比略有增加。资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若业绩不及预期²，未来或面临一定减值风险。公司递延所得税资产主要为可抵扣亏损，2022 年末余额 2.96

² 商誉做减值测试时，TEENIE WEENIE 业务 2023 年至 2027 年营业收入预测分别为 32.17 亿元、34.76 亿元、37.45 亿元、40.11 亿元和 41.29 亿元；营业收入增长率预测分别为 6.84%、8.04%、7.74%、7.09%和 2.95%；毛利率预测分别为 66.63%、66.75%、66.50%、66.39%和 66.52%；折现率预测均为 14.44%。公司对 TEENIE WEENIE 业务商誉进行了减值测试，并聘请江苏华信资产评估有限公司对 TEENIE WEENIE 进行减值测试。商誉在进行商誉减值测试时，本公司将资产组（含商誉）的账面价值与其可收回金额进行比较，如果可收回金额低于账面价值，相关差额计入当期损益。经商誉减值测试，2022 年 TEENIE WEENIE 业务商誉不存在减值。

亿元，同比略有增加。公司使用权资产为房屋、建筑物，跟踪期内，持续下降，2022年末账面价值2.48亿元，同比下降3.83%，主要系计提折旧所致。2023年3月末，公司非流动资产较2022年末变动不大。

截至2023年3月末，公司受限资产2.09亿元，占资产总额的3.50%，占净资产的6.53%。

图表 14 截至 2023 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	6.61	1.91	保证金、借款质押
固定资产	0.81	0.14	借款质押、公司改制职工退休计划抵押
无形资产	12.83	0.04	借款抵押
合计	27.68	2.09	-

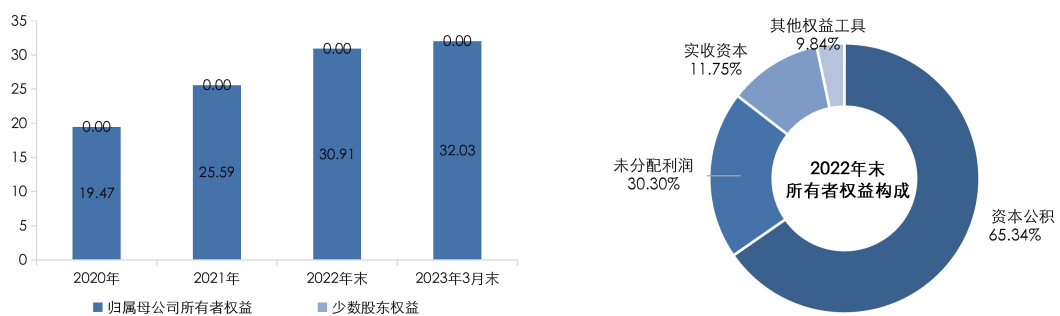
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

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

2022年末，受益于公司非公开发行股票、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。2022年末和2023年3月末，公司实收资本均为3.47亿元，较2021年末增长17.05%，主要原因系公司于2022年3月非公开发行人民币普通股（A股）50568563股，每股发行价格人民币9.19元，新增注册资本0.51亿元，以及2022年公司可转债转股8087股。跟踪期内，公司其他权益工具基本保持稳定，系“维格转债”中权益部分。2022年末和2023年3月末，公司资本公积分别为20.20亿元和20.21亿元，其中2022年末，资本公积同比增长25.21%，主要系“维格转债”转股8087股，以及非公开发行股票所致。受益经营积累，跟踪期内，公司未分配利润保持增长。

图表 15 公司所有者权益情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

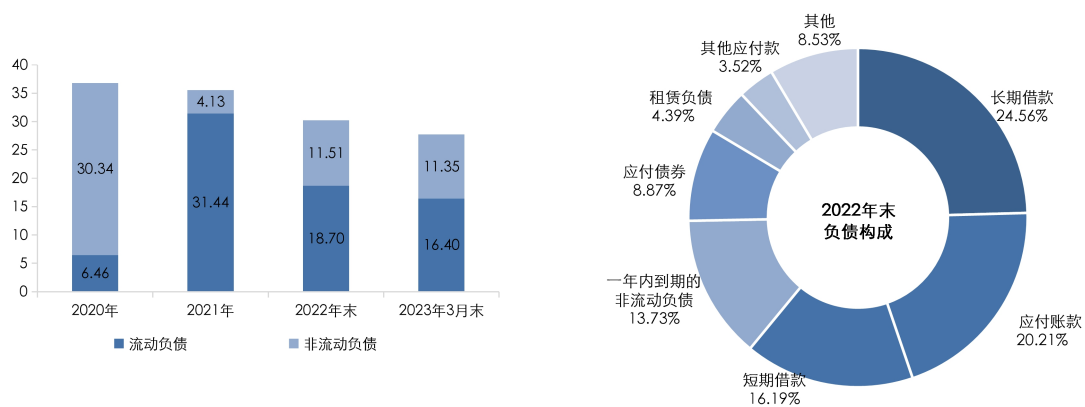
跟踪期内，公司债务规模有所下降，但债务负担仍较重，短期仍存在集中偿付压力

跟踪期内，公司负债总额持续下降，流动负债占比有所下降，截至2023年3月末，流动资产占负债总额的比重为59.10%。公司流动负债主要由应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款等构成。2022年末公司应付账款同比增加8.96%。2022年末，公司短期借款4.89亿元，同比增长4.61亿元，主要由2.68亿元的质押借款、1.80亿元的票据贴现、0.10亿元的保证借款和0.30亿元的信用借款构成；2023年3月末，短期借款较2022年末下

降 10.42%。³跟踪期内，公司一年内到期的非流动负债显著下降，主要系杭金投和招商银行银团长期借款到期偿还所致；2022 年末，一年内到期的非流动负债由 3.00 亿元的招商银行银团借款和租赁负债构成。2022 年，公司其他应付款同比下降 17.72%，主要系电商代理费下降所致；其他应付款主要由电商代理费、商场费用和限制性股票回购义务等构成，2022 年末分别为 0.56 亿元、0.11 亿元和 0.07 亿元。

跟踪期内，公司非流动负债显著增加，2022 年末，公司非流动负债同比增加 178.57%，主要系新增长期借款所致，2023 年 3 月末，非流动负债较 2022 年末下降 1.41%。2022 年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2022 年 6 月，公司新增招商银行银团借款 10.42 亿元⁴，用于偿还行到期的杭州金投借款，借款利率 3.80%，借款期限 2022 年 6 月 27 日至 2027 年 6 月 14 日，根据贷款合同约定，公司需分期偿还本金，截至 2022 年末，其中 3.00 亿元转入一年内到期非流动负债；2023 年 3 月末，公司长期借款较 2022 年末下降 0.14%。2022 年末和 2023 年 3 月末，公司应付债券期末余额分别为 2.68 亿元和 2.71 亿元，为“维格转债”考虑溢折价摊销及转股后金额。

图表 16：公司负债情况（单位：亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
应付账款	2.95	5.60	6.10	4.20
短期借款	0.12	0.28	4.89	4.38
一年内到期的非流动负债	0.43	21.10	4.15	4.13
其他应付款	0.67	1.29	1.06	1.48
流动负债合计	6.46	31.44	18.70	16.40
长期借款	23.77	-	7.42	7.41
应付债券	6.43	2.58	2.68	2.71
租赁负债	-	1.46	1.32	1.14
非流动负债合计	30.34	4.13	11.51	11.35
负债总额	36.80	35.57	30.21	27.74

资料来源：公司提供，东方金诚整理

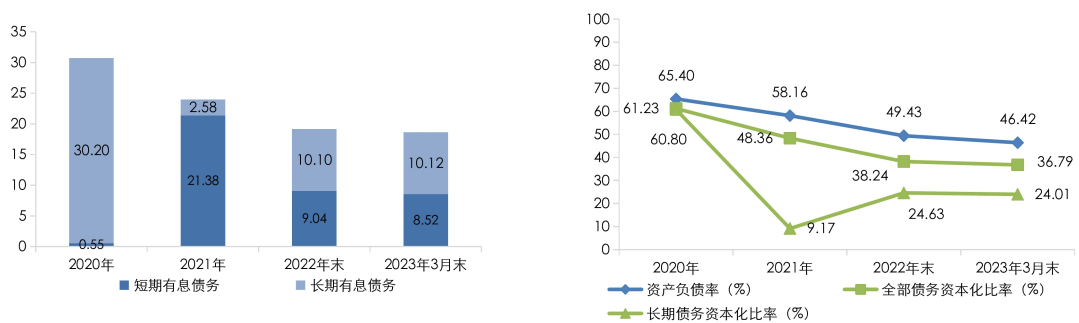
³ 信用借款借款利率 4.15%，票据贴现利率 1.50%，保证借款利率 3.60%，质押借款中 0.60 亿元质押借款利率 4.85%，2.00 亿元的质押借款利率 9.20%。

⁴ 招商银行银团（包括招商银行、中国光大银行）借款由公司土地使用权和房屋建筑物进行抵押、以公司持有的甜维你（上海）商贸有限公司 100% 股权进行质押，由子公司甜维你（上海）商贸有限公司、上海维格娜丝时装有限公司、南京云锦研究所有限公司和南京弘景时装实业有限公司提供保证担保，同时由公司实际控制人王致勤以其持有的本公司股票进行质押，王致勤、宋艳俊提供连带责任担保。

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，2022年末，公司有息债务规模同比下降20.13%，主要系“维格转债”转股和偿还杭州金投并购贷款所致。有息债务结构较为均衡，2022年和2023年3月末，短期有息债务占比分别为47.23%和45.70%；资产负债率及全部债务资本化比率均有所下降。

从债务期限结构来看，以2022年末公司全部债务为基础，2024年需偿还9.04亿元，存在集中偿还压力。公司长期有息债务由招商银行银团贷款和应付债券构成，其中应付债券系2025年1月到期，到期支付未转股本金和最后一期利息；招商银行银团贷款根据还款安排，公司每年分期还款本金金额3.00亿元。

图表 17 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2023年3月末，公司无对外担保。

盈利能力

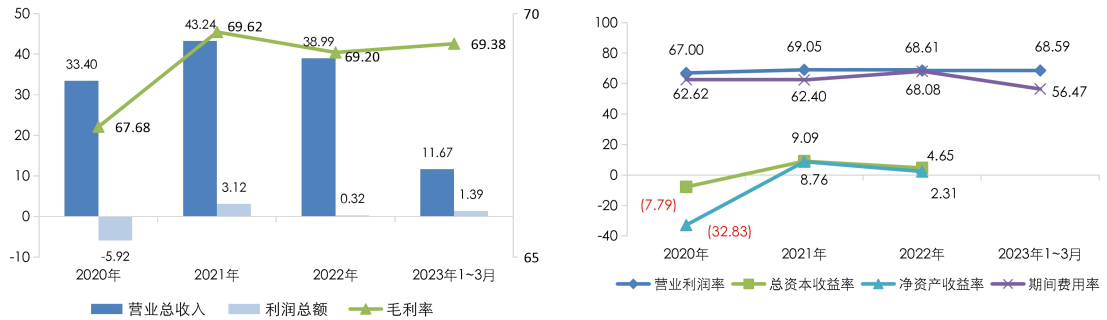
受宏观环境因素影响而致客流下降，2022年公司营业收入和利润总额同比下降，预计随着宏观环境改善，下游需求逐步恢复，2023年公司盈利能力将有所改善

2022年，受宏观环境因素影响而导致客流下降，公司线下渠道业务规模下降，营业收入同比下降9.83%，营业利润率有所下降。期间费用仍以销售费用为主，2022年销售费用同比增长0.77%，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；管理费用略有下降，主要系房租物业费减少所致；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，系职工薪酬和材料费增加所致；期间费用率68.08%，同比增加5.68个百分点。公司利润总额0.32亿元，同比下降2.80亿元，主要系客流量下降以及销售费用增加所致。

跟踪期内，公司净资产收益率和总资产收益率同比均有所下降，整体盈利能力下滑。

2023年1~3月，公司营业收入11.67亿元，同比增长8.05%；利润总额1.39亿元，同比增长135.22%，已超过2022年全年。预计随着宏观环境改善，下游需求逐步恢复，2023年公司盈利能力将有所改善。

图表 18 公司收入和利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

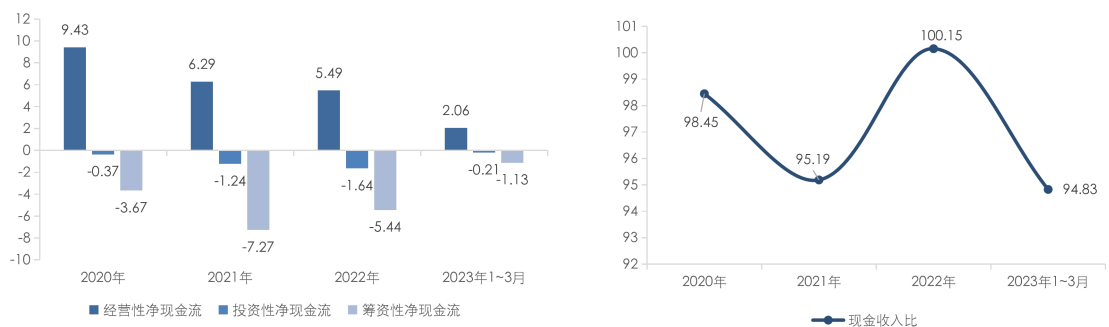
跟踪期内, 公司经营性净现金流保持净流入, 投资性现金净流出略有扩大, 筹资性现金净流出规模有所下降, 对外部融资存在依赖

2022年, 公司经营性净现金流为 5.49 亿元, 同比有所减少, 主要系销售商品提供劳务收到的现金下降所致; 投资性净现金流仍为负, 且净流出规模进一步扩大, 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下降, 主要系 2022 年公司非公开发行股票和新增借款所致。

2023 年 1~3 月, 公司经营性净现金流保持净流入; 因店铺迭代升级, 购建资产, 公司投资性净现金流出; 因偿还部分借款, 筹资性净现金流仍为流出。

预计 2023 年公司经营性净现金流保持净流入, 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 19: 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



偿债能力

2022 年末, 由于偿还杭金投和招商银行银团长期借款, 公司流动负债大幅下降, 流动比率及速动比率同比有所提升。2022 年, 经营活动产生的现金净流入减少, 但受流动负债降幅较大影响, 经营现金流动负债比有所提升; 受公司利润总额下降影响, EBITDA 利息倍数下降, 全部债务/EBITDA 提升。2023 年 3 月末, 公司流动比率及速动比率均较 2022 年末有所提升。

图表 20 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
流动比率	334.13	71.17	119.30	131.39
速动比率	210.05	38.67	58.19	71.31
经营现金流动负债比	145.93	20.01	29.35	-
EBITDA 利息倍数	-0.94	3.26	3.08	-
全部债务/EBITDA	-13.18	3.25	3.85	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末，公司短期有息债务为 8.52 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 5.49 亿元，投资性净现金流为-1.64 亿元，筹资活动前净现金流为 3.84 亿元。预计 2023 年，公司盈利能力有所增加；公司资本支出计划用于在建项目投入。预计公司 2023 年筹资活动前净现金流有所提升，可以对短期有息债务偿还提供一定的保障。

截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信 16.00 亿元人民币和 15.00 亿韩元，已全部使用，无未使用额度。2022 年 3 月，公司完成非公开发行股票募集资金净额 4.53 亿元。

过往债务履约和其他信用记录

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 2023 年 5 月 9 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。

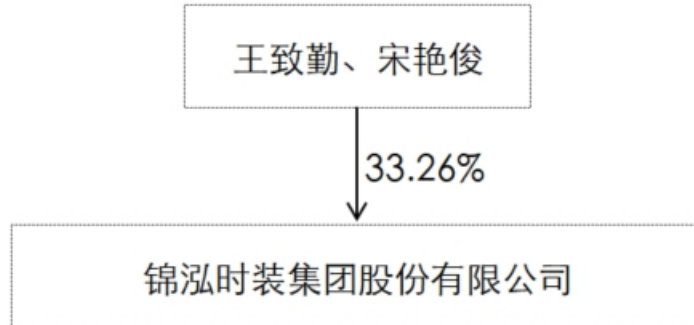
抗风险能力及结论

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；2022 年，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，VGRASS 和 TEENIE WEENIE 品牌服装线上收入同比增加，预计随着宏观环境改善，下游需求逐步恢复，2023 年公司盈利能力将有所增强；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，受宏观环境等因素影响而致客流下降，2022 年公司营业收入和利润总额同比下降，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；跟踪期内，公司实际控制人所持公司股份质押比例高，有息债务规模虽有所下降，但负担仍较重，短期集中偿付压力较大。

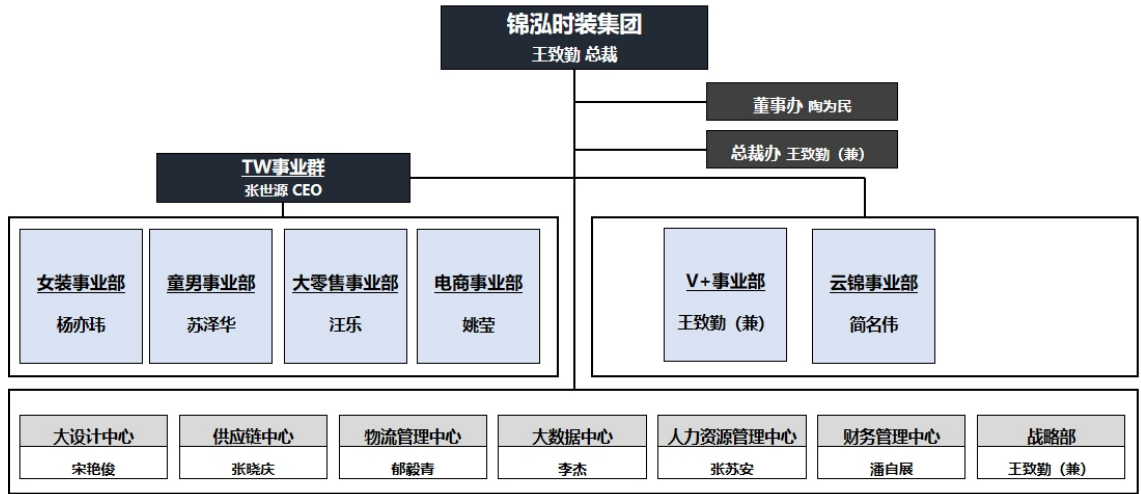
综上所述，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为 AA，评级展望维持负面；维持“维格转债”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2023 年 3 月末锦泓集团股权结构图⁵



⁵ 王致勤、宋艳俊为夫妻关系。

附件二：截至 2023 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	2020年	2021年	2022年	2023年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	56.27	61.15	61.12	59.77
所有者权益（亿元）	19.47	25.59	30.91	32.03
负债总额（亿元）	36.80	35.57	30.21	27.74
短期债务（亿元）	0.55	21.38	9.04	8.52
长期债务（亿元）	30.20	2.58	10.10	10.12
全部债务（亿元）	30.75	23.96	19.14	18.64
营业收入（亿元）	33.40	43.24	38.99	11.67
利润总额（亿元）	-5.92	3.12	0.32	1.39
净利润（亿元）	-6.39	2.24	0.71	1.03
EBITDA（亿元）	-2.33	7.38	4.96	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	9.43	6.29	5.49	2.06
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.37	-1.24	-1.64	-0.21
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.67	-7.27	-5.44	-1.13
毛利率（%）	67.68	69.62	69.20	69.38
营业利润率（%）	67.00	69.05	68.61	68.59
销售净利率（%）	-19.14	5.18	1.83	8.79
总资本收益率（%）	-7.79	9.09	4.65	-
净资产收益率（%）	-32.83	8.76	2.31	-
总资产收益率（%）	-11.36	3.66	1.17	-
资产负债率（%）	65.40	58.16	49.43	46.42
长期债务资本化比率（%）	60.80	9.17	24.63	24.01
全部债务资本化比率（%）	61.23	48.36	38.24	36.79
货币资金/短期债务（倍）	1473.06	26.58	65.24	77.66
非筹资性现金净流量债务比率（%）	29.44	21.08	20.09	-
流动比率（%）	334.13	71.17	119.30	131.39
速动比率（%）	210.05	38.67	58.19	71.31
经营现金流动负债比（%）	145.93	20.01	29.35	-
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.94	3.26	3.08	-
全部债务/EBITDA（倍）	-13.18	3.25	3.85	-
应收账款周转次数（次）	6.87	8.97	9.16	-
销售债权周转率（次）	6.87	8.97	9.16	-
存货周转次数（次）	1.15	1.44	1.11	-
总资产周转次数（次）	0.53	0.74	0.64	-
现金收入比（%）	98.45	95.19	100.15	94.83

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+使用权资产折旧+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

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。