

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0200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

二〇二四年六月二十四日

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2024年6月24日至2025年6月23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

2024年6月24日

锦泓时装集团股份有限公司

主体及“维格转债”2024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	2025/6/24	AA/负面	高君子	薛梅

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	基础评分模型			
维格转债	AA	AA	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
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”			企业规模	营业收入	20.00	12.74
				市场竞争力	竞争优势	20.00
多样性	10.00	8.00				
盈利能力	EBITDA/收入	8.00	7.02			
		总资产收益率	7.00	5.36		
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00			
		经营性净现金流/流动负债	7.00	7.00		
		EBITDA/利息支出	9.00	7.26		
		全部债务/EBITDA	9.00	8.50		
调整因素			无			
个体信用状况			aa			
外部支持			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。

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。

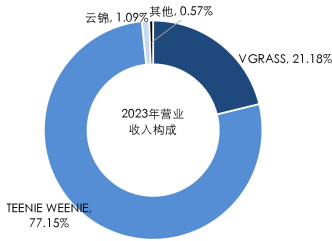
评级观点

公司是国内知名服装企业，旗下VGRASS和TEENIEWEENIE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，2023年，公司继续大力推进多渠道融合的新零售模式，VGRASS和TEENIEWEENIE品牌服装线上线下销售收入均保持增加；受益于国内下游需求恢复，以及公司推进营销改革，部分直营门店转加盟店，关闭低效门店，2023年公司收入和利润均有所增加。另一方面，2024年我国服装内销市场增速或将有所放缓，同时行业市场化程度高，面临较大竞争压力；公司资产总额中商誉、无形资产和存货占比仍较高；实际控制人所持公司股份质押比例仍高。

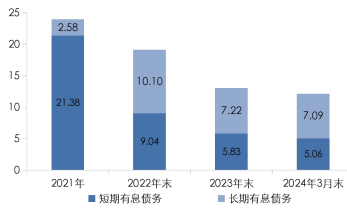
综合分析，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为AA，评级展望维持负面；维持“维格转债”信用等级为AA。

主要指标及依据

2023 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	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月
资产总额 (亿元)	61.15	61.12	56.62	55.98
所有者权益 (亿元)	25.59	30.91	33.90	35.10
全部债务 (亿元)	23.96	19.14	13.05	12.16
营业总收入 (亿元)	43.24	38.99	45.45	11.53
利润总额 (亿元)	3.12	0.32	4.02	1.57
经营性净现金流 (亿元)	6.29	5.49	9.33	2.68
营业利润率 (%)	69.05	68.61	68.58	69.42
资产负债率 (%)	58.16	49.43	40.12	37.29
流动比率 (%)	71.17	119.30	136.19	152.76
全部债务/EBITDA (倍)	3.25	3.85	1.60	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.26	3.08	8.17	-

注: 数据来源于公司 2021 年~2023 年的审计报告及 2024 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 TEENIEWEENIE 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, 受益于国内需求恢复, 线上线下渠道销售规模均同比上升;
- 受益于国内下游需求恢复, 以及公司推进营销改革, 部分直营门店转加盟店, 关闭低效门店, 2023 年, VGRASS 和 TEENIEWEENIE 品牌服装销量均同比增长, 带动公司获利能力提升。

关注

- 2024 年我国服装内销将延续恢复, 但由于市场预期仍有待改善, 内销市场增速或将有所放缓, 同时行业市场化程度高, 面临较大竞争压力;
- 公司资产总额中商誉、无形资产和存货占比仍较高, 2023 年末占资产总额的比例分别为 32.24%、22.54% 和 16.31%;
- 跟踪期内, 公司实际控制人所持公司股份质押比例仍高。

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, 但服装内销增速或将放缓, 服装出口压力短期难以缓解, 行业竞争加剧。

评级方法及模型

工商企业 (通用) 信用评级方法及模型 (RTFC006202403)

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	2023/6/25	高君子、杨欣怡	工商企业（通用）信用评级方法及模型（RTFC027202208）	阅读原文
AA/负面	维格转债/AA	2020/5/13	熊琏、张岳	《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型（RTFC015201907）》	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	熊琏、张岳	《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型（RTFC015201907）》	阅读原文
AA/稳定	维格转债/AA	2018/5/15	张铭钊、李默晗	《东方金诚工商企业信用评级方法》（2014年5月）	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	2023/6/25	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，最新转股价格9.65元/股，余额2.86亿元；回售起始日2023年1月24日，回售触发价6.76元/股；赎回起始日2019年7月30日，赎回触发价12.55元/股；修正起始日2019年1月24日，修正触发价8.69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”）基于公司提供的2023年和2024年1~3月合并财务报表以及相关经营数据，进行本次跟踪评级。

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TEENIEWEENIE。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2024年3月末，公司总股本为34714.62万股；王致勤和宋艳俊夫妇分别持股18.05%和15.22%，仍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TEENIEWEENIE、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TEENIEWEENIE品牌及相关资产，TEENIEWEENIE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2024年3月末，公司（合并）资产总额为55.98亿元，所有者权益为35.10亿元，资产负债率为37.29%；2023年和2024年1~3月，公司分别实现营业收入45.45亿元和11.53亿元，利润总额4.02亿元和1.57亿元。

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2024年4月24日，已使用4.29亿元，其中支付收购TeenieWeenie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0.78亿元，补充流动资金1.30亿元。公司支付收购

¹维格娜丝时装股份有限公司为公司曾用名。

TeenieWeenie 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 2024 年第一次临时股东大会审议通过，上述节余募集资金已用于永久补充流动资金。截至 2024 年 4 月 24 日，募集资金账户余额 5946.36 万元。

图表 1 截至 2024 年 4 月 24 日，“维格转债”募集资金使用情况（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额	已使用金额	使用比例	募集资金账户余额
支付收购 TeenieWeenie 品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款	4.61	4.61	2.21	47.99	-
智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台	3.63	1.55	0.78	50.37	0.59
补充流动资金	1.30	1.30	1.30	100.09	-
合计	9.54	7.46	4.29	57.56	0.59

资料来源：《锦泓时装集团股份有限公司关于使用部分闲置募集资金临时补充流动资金的公告》

截至 2024 年 3 月 31 日，“维格转债”尚未转股金额为 2.86 亿元，占可转债发行总量的 38.33%。

截至本报告出具日，公司已按时支付“维格转债”利息。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

一季度经济增速超预期，稳增长政策前置发力和外需回暖是主要原因

2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，增速高于去年四季度的 5.2%，也高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超出市场普遍预期。背后的推动因素有三个：一是前期降准、LPR 降息相继落地，以及近期政策面启动大规模设备更新和耐用消费品以旧换新等措施，提振内需效果逐步显现，其中，一季度基建投资（不含电力）同比增长 6.5%，较去年全年增速加快 0.6 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，经济内生增长动能也在改善。三是受周期性因素等影响，年初海外需求回暖，对国内经济增长形成正向拉动。

一季度 GDP 较快增长与微观感受存在一定“温差”，背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度 CPI 和 PPI 同比分别为 0.0%和-2.7%，名义 GDP 增速仅为 4.2%，而民众收入、企业利润等均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建和制造业投资加速，以及外需明显回暖，这些拉动经济增长的积极因素与普通民众距离较远，与之相反的是，楼市低迷造成的资产价值缩水、青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等带给普通民众的感受更为强烈。最后，季度 GDP 按生产法统计，而当前宏观经济存在明显的“供需需弱”特征，物价低迷即体现了这一点。

展望未来，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望继续增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走

低，二季度 GDP 同比有望进一步加快至 5.4%左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快实现软着陆，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

2024 年二季度将进入宏观政策观察期，货币政策降息降准概率不大，但新增信贷有望反弹，政府债券发行将会提速，房地产行业支持政策力度也将进一步加大

一季度逆周期调节政策前置发力，推动经济运行开局良好，预计二季度宏观政策将转入观察期，货币政策和财政政策出台新的稳增长措施的可能性下降。不过，在信贷“均衡投放”导致一季度新增信贷同比大幅少增之后，二季度伴随影响方向反转，新增信贷有望出现较大规模同比多增；与此同时，去年底发行的特别国债资金大部分在今年一季度下拨地方，导致同期地方政府专项债发行节奏偏缓，二季度专项债发行规模会明显增大，同时今年安排的 1 万亿超长期特别国债也将在二季度开闸发行。这意味着短期内基建投资还有加速空间，也表明宏观政策将延续稳增长取向。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，居民房贷利率会进一步大幅下行。往后看，考虑到未来一段时间物价水平都将处于偏低状态，加之经济下行压力尚未根本缓解，下半年货币政策在降息降准方面都有空间。

行业分析

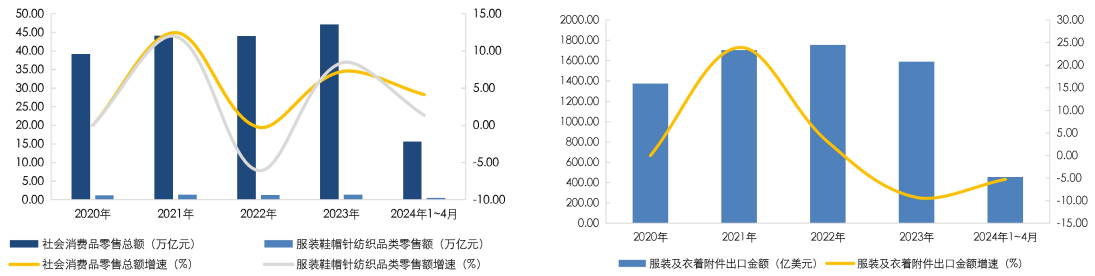
2023 年，随着国内各地出台多项措施促进消费复苏，服装消费市场稳健反弹，内销市场持续恢复向好，预计 2024 年服装内销将延续恢复，但由于市场主体信心和预期仍有待改善，内销市场增速或将有所放缓

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。2023 年，我国社会消费品零售总额 47.15 万亿元，同比增长 7.22%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额 1.41 万亿元，同比增长 8.39%。同期，我国服装及衣着附件出口金额 1591.45 亿美元，同比下降 9.27%，主要系国际市场需求收缩、贸易摩擦、全球服装供应链调整所致，出口下行压力加大。2023 年随着国内各地出台多项措施促进消费复苏，服装消费市场稳健反弹，内销市场持续恢复向好。服装企业持续推进线上转型，2023 年全国网上零售额 154264 亿元，同比增长 11.90%，其中，实物商品网上零售额同比增长 8.4%，占社会消费品零售总额的比重为 27.6%，直播电商渠道为行业发展提供了新机遇。

2024 年 1~4 月，我国社会消费品零售总额 15.60 万亿元，同比增长 4.13%，其中服装鞋帽针纺织品类零售额 0.47 万亿元，同比增长 1.37%，我国服装及衣着附件出口金额 455.56 亿美元，同比下降 5.24%。随着国内需求增长，预计 2024 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，行业需求将保持增长韧性，但由于市场主体信心和预期仍有待改善，内销市场增速或将有所放缓。

图表2 近年我国社会消费品零售、服装企业零售及服装出口情况

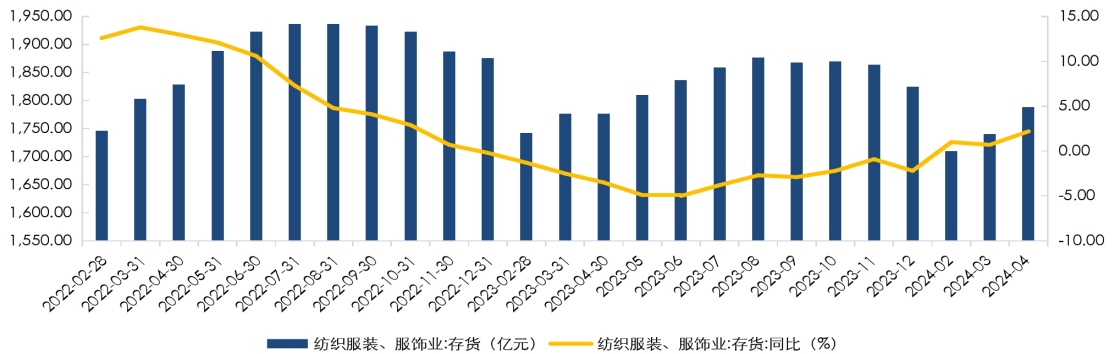


资料来源：同花顺，东方金诚整理

2023年以来，我国服装行业生产规模和固定资产投资均有所下降，受益于国内需求恢复，行业企业库存规模有所下降，但行业运行压力仍较大

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。2022年，企业加大订货，行业存货规模增长，处于较高水平。2023年以来，国内需求陆续恢复，行业企业库存规模有所下降，但运行压力仍较大。

图表3 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

2023年，受外需收缩、出口下降，订单外流等因素影响，我国服装行业生产规模有所下降，工业增加值持续负增长。根据国家统计局数据，2023年，服装行业规模以上企业工业增加值同比下降7.6%；规模以上企业完成服装产量193.9亿件，同比下降8.69%。同期，我国服装行业固定资产投资完成额同比下降2.2%，但降幅逐步收窄。在新增固定资产投资项目中，以产能升级改造为主，涉及智能工厂建设、供应链优化、品牌营销、渠道拓展等多个领域。

受服装出口下降，成本上涨等因素影响，2023年服装企业盈利能力有所下降，预计2024年行业竞争加剧，品牌力弱且性价比低的产品将面临较大竞争压力

服装行业市场化程度较高、竞争较为激烈。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。2023年，内销市场恢复向好，但出口下降，成本高企，行业企业运行效率放缓，行业而经济运行承压。根据国家统计局数据，2023年，全国13629家规模以上服装企业累计实现营业收入

12104.70 亿元，同比下降 16.74%；利润总额 613.80 亿元，同比下降 19.64%。预计 2024 年，国内需求延续向好态势，但外需收缩、行业竞争加剧，品牌力弱且性价比低的产品将面临较大竞争压力。

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 2024 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

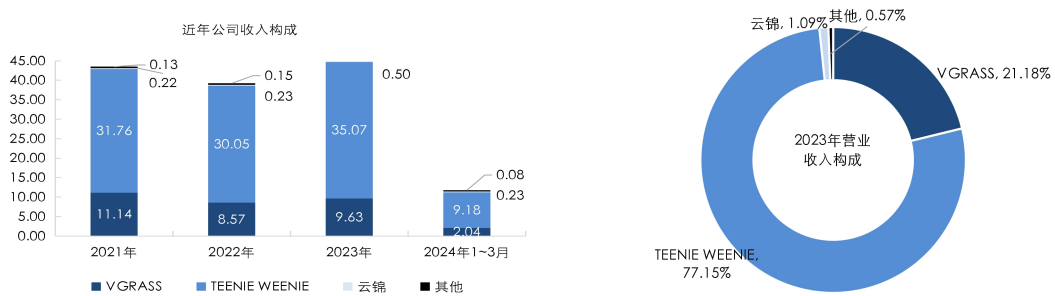
经营概况

公司收入和毛利润仍主要来源于 VGRASS 和 TEENIEWEENIE 品牌服装，2023 年受国内市场需求恢复，线下线上销售规模增长，以及推进渠道改革影响，公司收入、毛利润保持增长，毛利率同比持平，且处于较好水平

跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于 VGRASS 和 TEENIEWEENIE 品牌服装产销。2023 年，受国内市场需求逐步恢复，线下线上销售规模增长，公司收入同比增加 16.55%，从收入构成来看，2023 年 VGRASS 和 TEENIEWEENIE 收入占比分别为 21.18%和 77.15%，其中 TEENIEWEENIE 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 TEENIEWEENIE 品牌服装产销，2023 年毛利润占比分别为 22.79%和 75.54%。2023 年，公司毛利润同比增加 16.55%，主要系国内市场需求逐步恢复，线下线上销售规模增长所致；毛利率与 2022 年持平。

图表 4 公司收入和盈利情况及 2023 年收入构成（单位：亿元、%）



业务板块	2020年		2022年		2023年		2024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	8.24	73.99	6.29	73.41	7.17	74.46	1.51	74.12
TEENIEWEENIE	21.65	68.16	20.43	67.97	23.76	67.76	6.35	69.16
云锦	0.15	70.13	0.16	72.91	0.37	73.64	0.17	76.30
其他	0.07	52.47	0.10	71.02	0.16	60.55	0.06	71.59
合计	30.11	69.62	26.99	69.20	31.45	69.20	8.09	70.20

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2024年1~3月,公司收入同比下降1.24%,毛利润同比下降0.07%,毛利率同比上升0.82个百分点。跟踪期内,公司继续推进渠道改革,实现了在线下门店数量同比下降的情况下营业收入及利润的逆势增长。这一经营成果得益于两方面的努力:一方面,公司采取现有直营门店转加盟的策略,加速了加盟渠道的扩张;另一方面,公司优化了资源投入方向,关闭了低效门店。预计随着国内需求增加,以及公司推进渠道改革,2024年,公司收入和毛利润将保持稳定。

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TEENIEWEENIE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)、TEENIEWEENIE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;TEENIEWEENIE品牌定位于中高端新复古学院风格致性品牌,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TEENIEWEENIE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。2023年末,公司拥有设计人员266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。2023年,公司研发投入总额1.13亿元,研发投入占营业收入比例为2.49%,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,公司采取现有直营门店转加盟的策略,加速了加盟渠道的扩张,优化资源投入方向,关闭了低效门店。截至2024年3月末,公司拥有1278家线下门店,直营门店数量减少,加盟门店数量增加,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TEENIEWEENIE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 5 公司各品牌服饰门店情况（单位：家）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1~3月	
VGRASS	直营	187	170	134	131
	加盟	29	37	63	57
	小计	216	207	197	188
TEENIEWEENIE	直营	1077	1075	860	848
	加盟	135	147	238	241
	小计	1212	1222	1098	1089
云锦	直营	1	1	1	1
	加盟	-	-	-	-
	小计	1	1	1	1
合计	直营	1265	1246	995	980
	加盟	164	184	301	298
	合计	1429	1430	1296	1278

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，线上线下渠道销售规模均有所上升

2023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。公司聚焦购物中心打造模范卖场的同时，不断提升线下渠道的新零售能力。公司利用线下店铺所在商场的线上平台或店铺自建的微信小程序、视频号等线上社交平台，开展品牌、产品、兴趣等相关内容的预热、传播或直播，同时利用各种手段激励顾客与品牌间的互动，提升目标客群的黏性。给予线下顾客更多的便利与选择，推动线下渠道业绩的提升。2023年，公司的店铺直播业务已从初步的探索阶段迈入区域矩阵式直播体系的建设时期，逐步迈入快速发展的轨道。

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，TEENIEWEENIE品牌月期间，全网曝光量破8亿，抖音、小红书、微信、微博等社交媒体平台指数均创历史新高，并荣获“2023年抖音电商金营奖”。2023年，公司线上收入17.37亿元，同比增长15.02%，占全年营业收入比重为38.44%，同比下降0.44个百分点，线上渠道销售规模保持增长。

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 6 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
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
2023年	上海维格	100.00	197	32.39	4.48	0.64	116.60	0.096

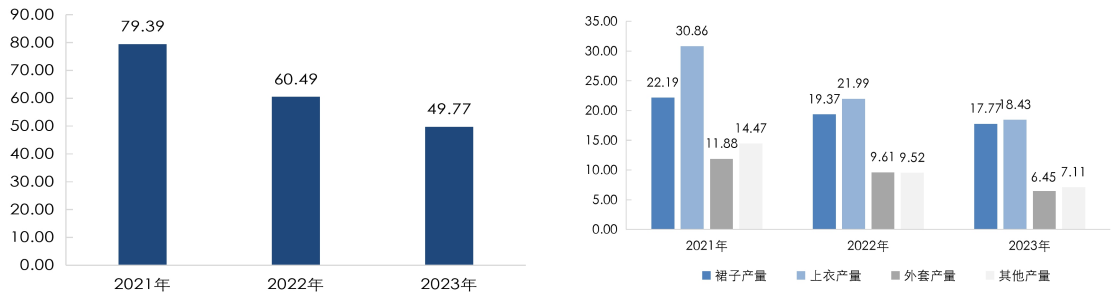
资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

受益于国内需求恢复, 以及公司推进营销改革, 直营门店转加盟店, 并关闭低效门店, 2023年, VGRASS 品牌服装收入、毛利润毛利率均同比增长

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, 加盟商和线上渠道也有拓展。2023年, VGRASS 品牌直营店减少 36 家, 新增加盟店 26 家。2024 年一季度, VGRASS 品牌直营店和加盟店分别减少 3 家和 6 家。截至 2024 年 3 月末, VGRASS 门店数量 188 家, 其中直营店 131 家, 加盟店 57 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, 2023 年自有工厂产能 22.80 万件/年, 产能利用率 69.91%, 同比有所下降。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。2023 年, VGRASS 品牌服装产量 49.77 万件, 同比下降 17.72%, 主要系当期消化上一年度库存所致。从服装类型来看, VGRASS 的裙子、上衣、外套产量同比分别下降 8.22%、16.19%和 32.82%。

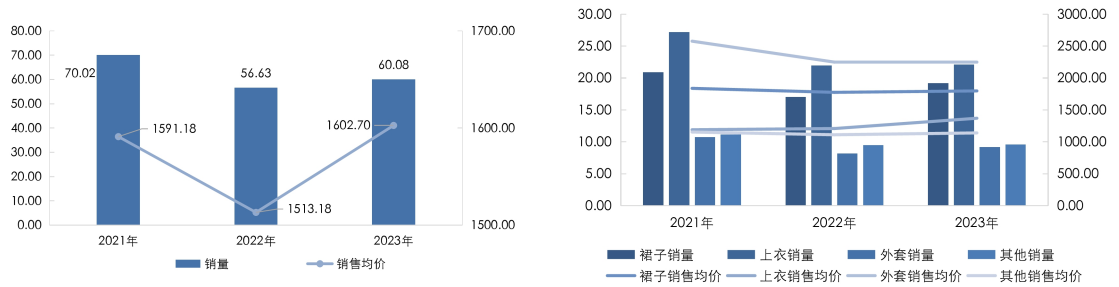
图表 7 VGRASS 品牌服装产量情况 (单位: 万件)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2023年, VGRASS 品牌服装销量为 60.08 万件, 同比上升 6.09 个百分点; 销售均价 1602.70 元/件, 较上年有所下降, 主要系售价相对较高的上衣和裙子销售占比提高所致。从服装类型来看, 2023 年 VGRASS 裙子、上衣和外套销量均同比增加; 除外套外, 其他类型销售均价均有所上升, 外套销售价格同比下降 0.55%, 基本与 2022 年持平。2023 年, VGRASS 裙子销售收入 3.45 亿元, 同比增长 14.37%; 上衣销售收入 3.03 亿元, 同比增长 14.20%; 外套销售收入 2.06 亿元, 同比增长 11.40%; 其他服饰产品销售收入 1.09 亿元, 同比增长 3.74%。从销售渠道来看, 2023 年, 公司线上销售收入 1.48 亿元, 基本与 2022 年线上销售规模持平, 线下销售 8.15 亿元, 同比增长 14.95%, 主要系下游需求恢复, 销量增加, 以及销售均价提高所致。

图表8 近年VGRASS品牌服装销售情况（单位：万件、元/件）

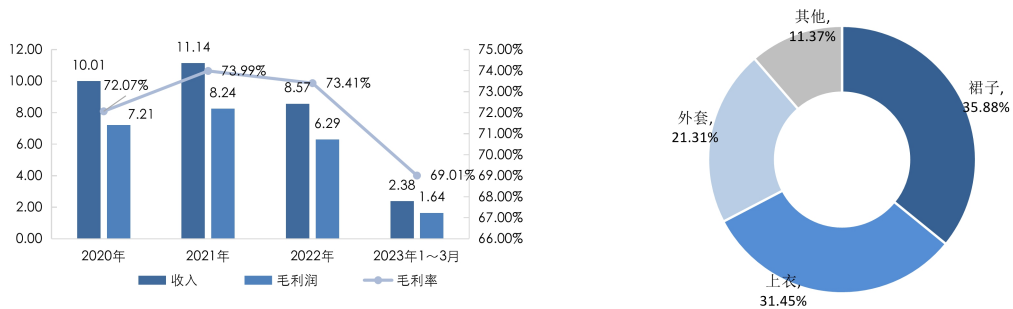


资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。2023 年，VGRASS 品牌服装主要原材料采购价格有所下降，毛利率同比提升 1.43 个百分点。

2023 年，VGRASS 品牌服装收入、毛利润和毛利率分别为 9.63 亿元、7.17 亿元和 74.46%，同比分别上升 12.37%、13.98%和 1.43%，一方面系下游需求恢复，销量和销售均价增加，另一方面系公司推进营销改革，部分直营门店转加盟门店，关闭低效门店，使得 VGRASS 品牌店效同比上升 13.59 个百分点所致。2023 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 35.88%、31.45%和 21.31%。

图表9 VGRASS 品牌服装收入和盈利及 2023 年收入占比情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2024 年 1~3 月，VGRASS 品牌服装实现收入和毛利润分别为 2.04 亿元和 1.51 亿元，同比略有下降，主要系上年同期因外部环境变化，需求集中释放所致；毛利率 74.12%，同比上升 5.11 个百分点。2024 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，业务获利能力保持稳定。

TEENIEWEENIE

TEENIEWEENIE 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 10 公司 TEENIEWEENIE 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
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
2023年	甜维你	100.00	1098	14.65	57.97	46.53	20.00	-0.42

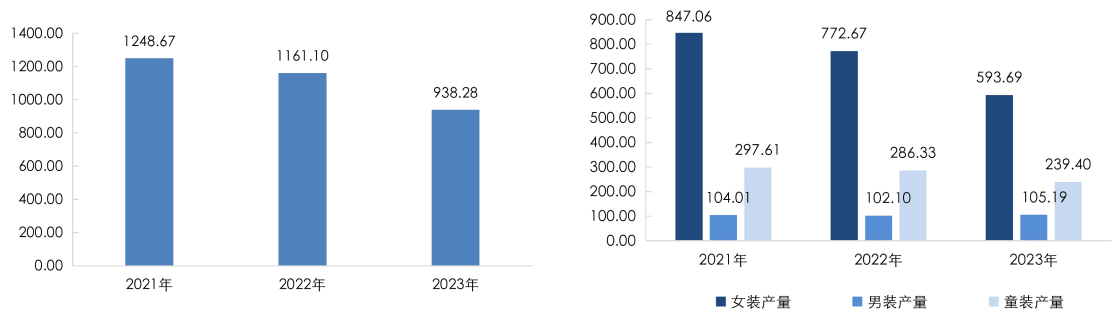
资料来源: 公开资料, 东方金诚整理

跟踪期内, 受益于国内市场需求逐步恢复, TEENIEWEENIE 品牌服装销量增长, 带动品牌收入和毛利润增加, 毛利率与 2022 年基本持平

TEENIEWEENIE 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。2023 年, TEENIEWEENIE 品牌减少直营店 215 家, 新增加盟店 91 家。2024 年一季度, TEENIEWEENIE 品牌直营店减少 12 家, 新增加盟店 3 家。截至 2024 年 3 月末, TEENIEWEENIE 品牌服装门店数量 1089 家, 其中, 直营店 848 家, 加盟店 241 家。

TEENIEWEENIE 品牌服装的生产均为外包, 2023 年产量 938.28 万件, 同比下降 19.19%, 主要系上年度库存规模较大, 当期销售部分上年库存所致。从服饰类型来看, TEENIEWEENIE 的女装、男装和童装产量同比分别下降 23.16%、上升 3.03%和下降 16.39%。

图表 11 TEENIEWEENIE 品牌服装产量情况(单位: 万件)



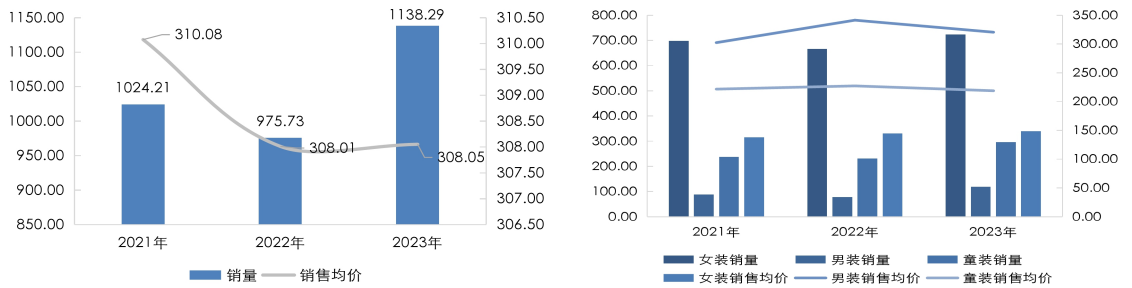
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

线下渠道方面, 跟踪期内, Teenie Weenie 品牌构建了轻资产运营的线下零售体系。公司推进渠道改革, 一方面, 现有直营门店转加盟, 加速了加盟渠道的扩张, 并探索出集团内部的加盟转换经营评价机制和流程标准, 为进一步的渠道结构调整打下了基础; 另一方面, 公司优化资源投入方向, 关闭低效门店, 减少利润损失。2023 年 Teenie Weenie 品牌店铺店效同比增长 1.23 个百分点。2023 年, Teenie Weenie 品牌开设了集合男、女、童装的全新复合样板店。复合店形象设计中融入经典学院风元素并涵盖多种生活场景, 增强了商品实用性和生活场景氛围, 在展现高品质学院风的同时助力公司的销售业绩。此外, 童装专卖店也进行了形象升级, 进一步凸显了学院风特色。

跟踪期内，公司持续保持和深化线上渠道的优势，TEENIE WEEINE 品牌在整合线上业务团队的基础上，通过统一业务的视觉基准，整合营销链路的流程，品牌线上业务的竞争力持续提升。Teenie Weenie 男装和童装借鉴女装在抖音渠道的成功经验，结合男装与童装的独特商品特性及目标人群定位，采取了精准且高效的营销策略，实现了男装和童装抖音粉丝数的超额增长，推动了销售业绩。

受益于国内市场需求逐步恢复，2023 年，TEENIEWEENIE 品牌服装销量为 1138.29 万件，同比增长 16.66%；销售均价 308.05 元/件，与 2022 年基本持平。从服装类型来看，2023 年 TEENIEWEENIE 女装销量同比上升 8.64%，销售价格同比上升 2.69%；TEENIEWEENIE 男装销量同比上升 51.87%，销售价格同比下降 6.12%；童装销量同比上升 27.84%，销售价格同比下降 3.72%。

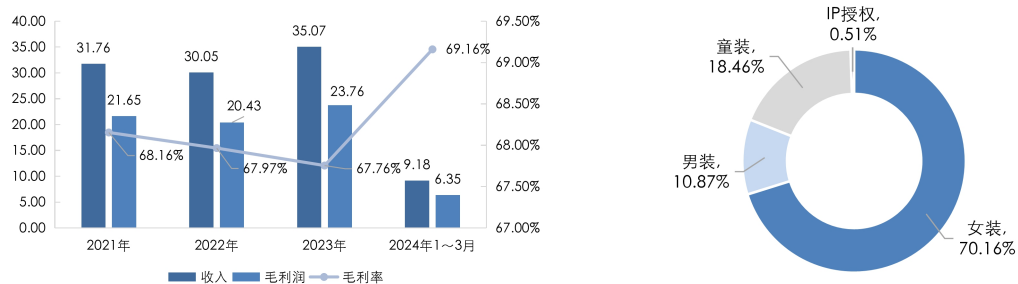
图表 12 TEENIEWEENIE 品牌服装销售情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023 年，受益于国内市场需求逐步恢复，TEENIEWEENIE 品牌服装销量增加，收入和毛利润分别为 35.07 亿元和 23.76 亿元，分别同比增加 16.68%和 16.31%；毛利率 67.76%，同比下降 0.31 个百分点，基本与 2022 年持平。2023 年 TEENIEWEENIE 品牌服装线上收入 15.76 亿元，同比增长 16.03%，占比 44.94%，占比同比下降 0.25 个百分点；线下收入 19.31 亿元，同比增长 17.21%。

图表 13 TEENIEWEENIE 品牌服装收入和盈利及 2023 年收入占比情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

采购方面，TEENIEWEENIE 品牌服装生产的成本主要包括原材料和加工费等。其中所需的原材料主要包括主面料和辅料。跟踪期内，面料采购价格有所上升，辅料价格有所下降，受主要面料价格上涨影响，TEENIEWEENIE 品牌服装毛利率同比下降 0.31 个百分点，基本与 2022 年持平。

2024年1~3月,TEENIEWEENIE品牌服装实现收入和毛利润分别为9.18亿元和6.35亿元,毛利率69.16%,同比基本持平。2024年,Teenie Weenie品牌围绕小熊IP提档新复古学院风,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,预计随着国内市场需求增加,2024年TEENIEWEENIE品牌服装收入和毛利润将保持稳定。

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2024年3月末,公司总股本为34714.62万股,王致勤和宋艳俊夫妇分别持股18.05%和15.22%,仍为公司控股股东和实际控制人。截至2024年3月末,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。公司将围绕各品牌定位,专注于各品牌主业夯实业务基础,不断加强各品牌核心品类的竞争力,深化客户对品牌的认知,构筑坚实的品牌护城河,以确保品牌的长期稳定发展。Teenie Weenie品牌围绕小熊IP提档新复古学院风,VGRASS品牌坚守优雅内核,元先品牌致力于传播云锦文化。公司未来将继续加大研发设计投入,深入洞察客户需求,提供多场景穿搭方案,拓展顾客真实生活场景的新机会。面对市场变化,公司将灵活调整产品线,满足消费者多样化需求,积极探索新场景、新服务和优化消费体验,提升公司业绩。公司将深挖品牌故事和文化,增加与国际知名设计师、艺术家及明星合作,结合产品与顾客深度交流,提升品牌力和精神内涵,强化品牌在客户心智中的地位。针对线上平台,整合营销和视觉表达,强化品牌人设态度。线下门店进一步提升店铺形象,强化全渠道消费体验一致性。公司将持续探索多渠道融合的新零售模式,通过新零售赋能线下零售渠道,实现线上线下的深度融合,巩固品牌在核心城市和商圈的发展。公司计划继续拓展加盟业务,提升加盟营收规模。公司将进一步优化管理体系,塑造以产品研发为核心的流程型组织。强化人才队伍建设并优化人才布局,完善价值评估与分配机制,不断激发组织活力,助力公司业绩持续增长。

财务分析

财务概况

公司提供了2023年审计报告及2024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2023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。2024年1~3月财务数据未经审计。2023年4月,公司注销南京金维格服装产业投资合伙企业(有限合伙),减少1家子公司,截至2023年末,公司合并范围子公司9家。

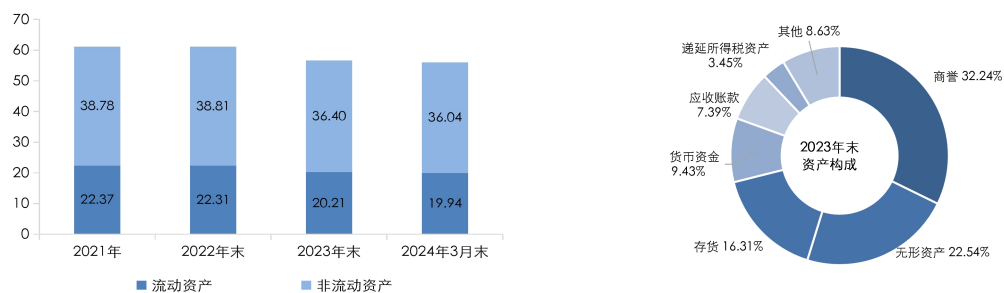
资产构成与质量

跟踪期内，公司资产总额有所下降，仍以非流动资产为主，商誉、无形资产和存货占比仍较高，2023年末占资产总额的比例分别为32.24%、22.54%和16.31%

跟踪期内，公司资产总额有所下降，2024年3月末公司资产总额较2023年末下降1.12%，非流动资产占比略有增长，为64.37%，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，2023年末，仍主要由存货、货币资金和应收账款等构成。2024年3月末，公司流动资产较2023年末下降1.33个百分点，主要系货币资金下降所致。2023年末，公司存货账面价值9.24亿元，同比下降19.17%，主要系存货周转率增加所致；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8.52亿元、0.50亿元和0.21亿元；计提存货跌价准备0.89亿元；存货周转率1.36次，同比上升0.25次；2024年3月末，公司存货账面价值8.29亿元，较2023年末下降10.26%。2023年末，公司货币资金期末余额为5.34亿元，同比下降9.41%，仍主要为银行存款；2024年3月末，期末余额较2023年末增长19.14%。公司应收账款主要为应收百货商场门店的结算款，受销售规模增加影响，2023年末公司应收账款账面价值同比增加24.27%至4.18亿元，计提坏账准备0.48亿元；账龄在1年以内的应收账款占期末余额的比例为93.78%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比25.30%；2024年3月末，应收账款账面价值较2023年末下降11.70%。

图表 14 公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
存货	10.22	11.43	9.24	8.29
货币资金	5.68	5.90	5.34	6.36
应收账款	5.14	3.37	4.18	3.70
流动资产合计	22.37	22.31	20.21	19.94
商誉	18.25	18.25	18.25	18.25
无形资产	12.79	12.85	12.76	12.78
递延所得税资产	2.56	2.96	1.95	1.58
使用权资产	2.58	2.48	1.86	2.00
非流动资产合计	38.78	38.81	36.40	36.04
资产总计	61.15	61.12	56.62	55.98

数据来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司非流动资产有所下降，2023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TEENIEWEENIE形成，跟踪期内未发生变化，2023

年末账面价值仍为 18.25 亿元。公司无形资产主要由收购 TEENIEWEENIE 获得的商标权构成，2023 年末为 12.76 亿元，同比略有下降，主要系计提摊销所致。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。公司递延所得税资产主要为可抵扣亏损、内部交易未实现利润和租赁负债等，2023 年末期末余额 1.95 亿元，同比下降 33.88 个百分点，主要系可抵扣亏损下降；2024 年 3 月末，递延所得税资产较 2023 年末下降 19.14%。公司使用权资产为房屋、建筑物，2023 年末账面价值 1.86 亿元，同比下降 25.10%，主要系计提折旧所致；截至 2024 年 3 月末，使用权资产账面价值较 2023 年末增长 7.58%。2024 年 3 月末，公司非流动资产较 2023 年末变动不大。

截至 2023 年末，公司受限资产 0.16 亿元，占资产总额的 0.29%，占净资产的 0.46%。

图表 15 截至 2023 年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
固定资产	0.75	0.09	长期借款抵押
固定资产	0.75	0.03	公司改制职工退休计划抵押
无形资产	12.76	0.04	长期借款抵押
合计	14.26	0.16	-

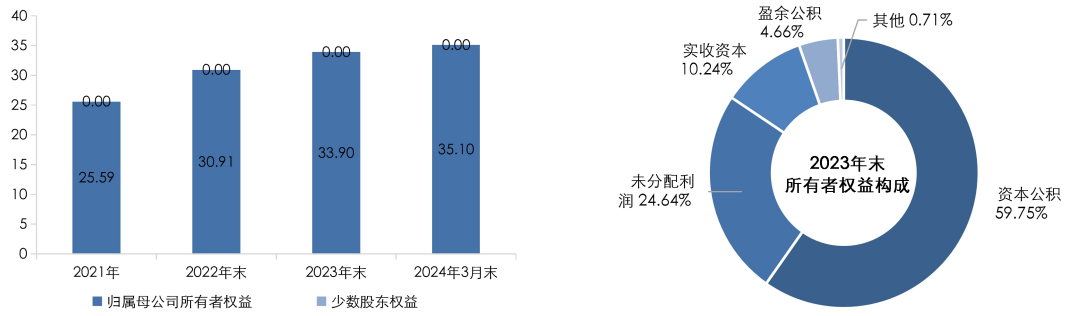
资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益保持增长，资本公积和未分配利润占比仍较高

受益于经营积累，跟踪期内，公司所有者权益保持增长，主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司实收资本均为 3.47 亿元，较 2022 年末下降 0.02%，主要系公司将 2023 年限制性股票激励计划已授予尚未解除限售的 90000 股限制性股票予以回购注销所致。公司其他权益工具系“维格转债”中权益部分，受部分“维格转债”转股影响，其他权益工具略有下降。2023 年，公司共有 13.70 万元“维格转债”转换为公司股票，转股数量为 14068 股。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司资本公积分别为 20.25 亿元和 20.39 亿元，较 2022 年末保持增长，主要系公司 2023 年实施的第二期员工持股计划和限制性股权激励在等待期内的资产负债表日，计入的股权激励费用所致。受益经营积累，跟踪期内，公司未分配利润保持增长。

图表 16 公司所有者权益情况（单位：亿元）



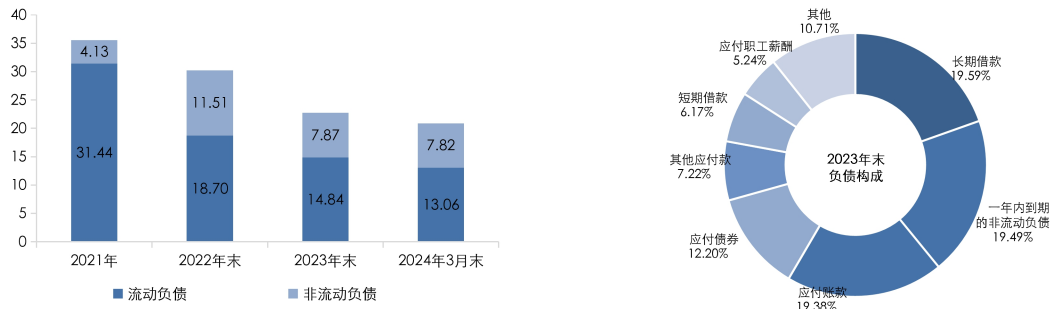
资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受偿还到期债务和部分“维格转债”转股影响，公司债务规模持续下降

跟踪期内，公司负债总额持续下降，流动负债占比有所波动，截至 2024 年 3 月末，流动资产占负债总额的比重为 62.53%。公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和短期借款等构成。跟踪期内，公司一年内到期的非流动负债略有增加，主要系 1 年内到期的租赁负债增加所致；2023 年末，一年内到期的非流动负债主要由 3.00 亿元的招商银行银团借款和租赁负债构成。跟踪期内，应付账款账面价值持续下降，截至 2024 年 3 月末，应付账款账面价值 3.41 亿元。跟踪期内，公司其他应付款保持增长，主要系电商代理费、限制性股票回购义务和保证金定金等增加所致；其他应付款主要由电商代理费、限制性股票回购义务、保证金定金和商场费用等构成，2023 年末分别为 0.98 亿元、0.16 亿元、0.16 亿元和 0.11 亿元。短期借款规模持续下降，2023 年末，公司短期借款 1.40 亿元，同比下降 71.35%，主要系保证借款；2024 年 3 月末，短期借款较 2023 年末下降 71.35%。

跟踪期内，公司非流动负债持续下降，2023 年末，公司非流动负债同比下降 31.59%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致，2024 年 3 月末，非流动负债较 2023 年末下降 0.65%。2023 年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2023 年 6 月，公司新增招商银行银团借款 10.42 亿元，用于偿还行到期的杭州金投借款，借款利率 3.80%，借款期限 2023 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 2023 年末，银团贷款期末余额 7.50 亿元，其中 3.00 亿元转入一年内到期非流动负债，长期借款期末余额 4.50 亿元；2024 年 3 月末，公司长期借款较 2023 年末下降 3.35%。2023 年末和 2024 年 3 月末，公司应付债券期末余额分别为 2.77 亿元和 2.79 亿元，系“维格转债”考虑溢折价摊销及转股后金额。

图表 17：公司负债情况（单位：亿元）



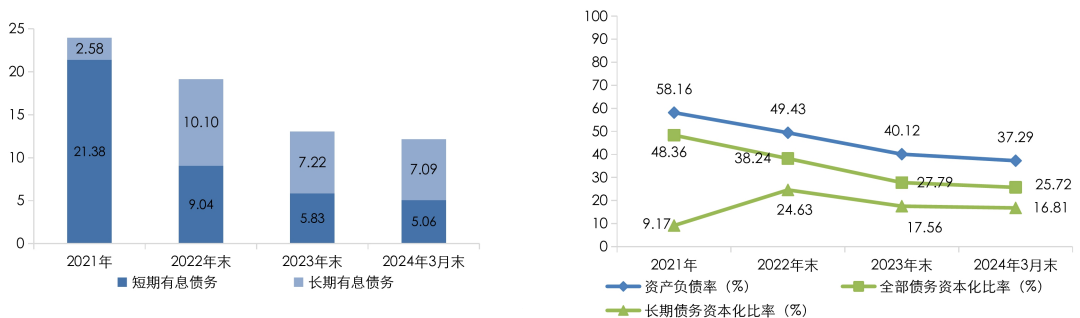
项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年3月末
一年内到期的非流动负债	21.10	4.15	4.43	4.51
应付账款	5.60	6.10	4.40	3.41
其他应付款	1.29	1.06	1.64	2.00
短期借款	0.28	4.89	1.40	0.55
流动负债合计	31.44	18.70	14.84	13.06
长期借款	-	7.42	4.45	4.30
应付债券	2.58	2.68	2.77	2.79
租赁负债	1.46	1.32	0.57	0.65
非流动负债合计	4.13	11.51	7.87	7.82
负债总额	35.57	30.21	22.72	20.88

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司有息债务规模持续下降，2023年末，公司有息债务规模同比下降31.81%，主要系“维格转债”转股和偿还到期债务所致。短期有息债务占比有所下降，截至2024年3月末，短期有息债务占比41.66%；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2024年3月末公司全部债务为基础，未来一年内到期的债务约8亿元。²公司长期有息债务由招商银行银团贷款和应付债券构成，其中应付债券于2025年1月到期，到期支付未转股本金和最后一期利息。

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

² 假设剩余“维格转债”全部未转股，均持有到期。

截至 2023 年末，公司无对外担保。

盈利能力

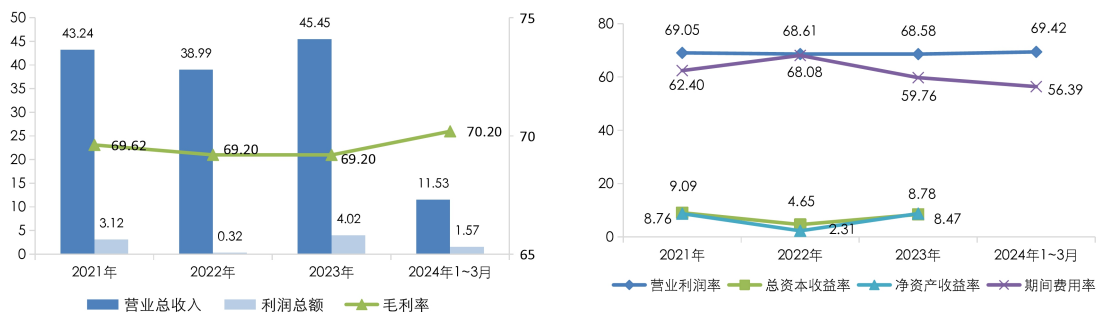
受国内市场需求逐步恢复，线下线上销售规模增加，2023 年公司营业收入和利润总额同比增加，预计随着国内需求增加，以及公司推进渠道改革，2024 年公司盈利能力将保持稳定

2023 年，国内市场需求逐步恢复，线下线上销售规模增长，公司营业收入同比增加 16.55%，营业利润率基本持平。期间费用仍以销售费用为主，2023 年销售费用同比增长 3.77%，但销售费用增幅低于收入增幅，主要系公司加强费率管控所致；管理费用同比增长 14.14%，增幅与收入增幅相当，增幅主要来源于职工薪酬以及股份支付费用增加；财务费用有所减少，系短期借款和银团借款余额减少，利息支出减少所致；研发费用增加，系 2023 年研发团队充实调整，人员有所增加而致人工费增加所致；期间费用率 59.76%，同比下降 8.32 个百分点。公司利润总额 4.02 亿元，同比增长 3.71 亿元，主要系线上线下销售规模增加，以及期间费用率下降所致。

跟踪期内，公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所上升，整体盈利能力提高。

2024 年 1~3 月，公司营业收入 11.53 亿元，同比下降 1.24%；利润总额 1.39 亿元，同比增长 13.02%。预计随着内需增加，以及公司持续推进渠道改革，预计 2024 年盈利能力将保持稳定。

图表 19 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

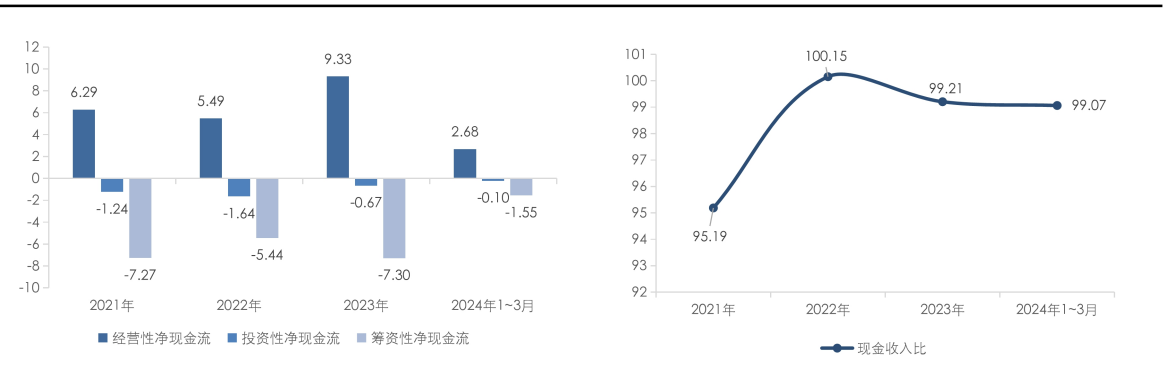
跟踪期内，公司经营性净现金流保持净流入，且规模进一步扩大，受关停部分直营门店影响，投资性净现金流规模收窄，随着到期债务的偿还，筹资性净现金流规模增加

2023 年，公司经营性净现金流为 9.33 亿元，同比增加 69.99%，主要系存货周转率增加存货规模减少、递延所得税减少，以及净利润增加所致；现金收入比略有下降，整体处于较好水平；投资性净现金流仍为负，但受部分直营门店关店，投资支出规模下降影响，投资活动现金流净流出规模收窄，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产的投资性现金支出减少所致；筹资性净现金流规模上升，主要系偿还到期债务所致。

2024 年 1~3 月，公司经营性净现金流保持净流入；因购建资产，公司投资性净现金流持续流出；因偿还部分借款，筹资性净现金流仍为流出。

预计 2024 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,偿付到期银团贷款,筹资性净现金流仍为净流出。

图表 20 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



偿债能力

跟踪期内,由于偿还到期借款,公司流动负债持续下降,流动比率及速动比率均有所提升。2023年,受经营活动产生的现金净流入显著增加,流动负债降幅较大影响,经营现金流动负债比大幅提升;受公司利润总额增加影响,全部债务和利息支出规模下降,EBITDA 利息倍数大幅增加,全部债务/EBITDA 下降,EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度提高。

图表 21 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
流动比率	71.17	119.30	136.19	152.76
速动比率	38.67	58.19	73.96	89.28
经营现金流动负债比	20.01	29.35	62.84	-
EBITDA 利息倍数	3.26	3.08	8.17	-
全部债务/EBITDA	3.25	3.85	1.60	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2024 年 3 月末,公司短期有息债务为 5.06 亿元。2023 年公司经营性净现金流为 9.33 亿元,投资性净现金流为-0.67 亿元,筹资活动前净现金流为 8.65 亿元。预计 2024 年,公司盈利能力保持稳定;公司资本支出计划用于在建项目投入规模下降。预计公司 2024 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很强的保障。

截至 2024 年 3 月末,公司共获得银行授信(不含银团贷款) 4.10 亿元,已使用 0.55 亿元,尚未使用额度 3.55 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 2024 年 5 月 8 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。

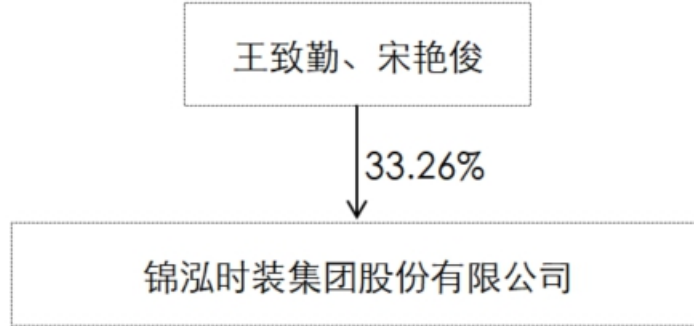
抗风险能力及结论

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TEENIEWEENIE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，受益于国内需求恢复，线上线下渠道销售规模均同比上升；受益于国内下游需求恢复，以及公司推进营销改革，部分直营门店转加盟店，关闭低效门店，2023年，VGRASS和TEENIEWEENIE品牌服装销量均同比增长，带动公司获利能力提升。

同时，东方金诚关注到，2024年我国服装内销将延续恢复，但由于市场预期仍有待改善，内销市场增速或将有所放缓，同时行业市场化程度高，面临较大竞争压力；公司资产总额中商誉、无形资产和存货占比仍较高，2023年末占资产总额的比例分别为32.24%、22.54%和16.31%；跟踪期内，公司实际控制人所持公司股份质押比例仍高。

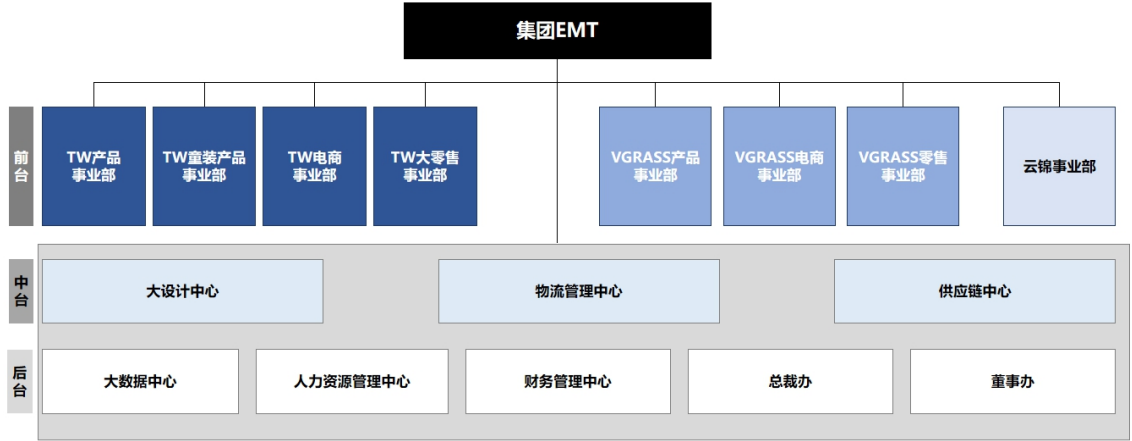
综上所述，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为AA，评级展望维持负面；维持“维格转债”的信用等级为AA。

附件一：截至 2024 年 3 月末锦泓集团股权结构图³



³王致勤、宋艳俊为夫妻关系。

附件二：截至 2024 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	2021年	2022年	2023年	2024年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	61.15	61.12	56.62	55.98
所有者权益（亿元）	25.59	30.91	33.90	35.10
负债总额（亿元）	35.57	30.21	22.72	20.88
短期债务（亿元）	21.38	9.04	5.83	5.06
长期债务（亿元）	2.58	10.10	7.22	7.09
全部债务（亿元）	23.96	19.14	13.05	12.16
营业收入（亿元）	43.24	38.99	45.45	11.53
利润总额（亿元）	3.12	0.32	4.02	1.57
净利润（亿元）	2.24	0.71	2.98	1.16
EBITDA（亿元）	7.38	4.96	8.16	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.29	5.49	9.33	2.68
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.24	-1.64	-0.67	-0.10
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.27	-5.44	-7.30	-1.55
毛利率（%）	69.62	69.20	69.20	70.20
营业利润率（%）	69.05	68.61	68.58	69.42
销售净利率（%）	5.18	1.83	6.55	10.07
总资本收益率（%）	9.09	4.65	8.47	-
净资产收益率（%）	8.76	2.31	8.78	-
总资产收益率（%）	3.66	1.17	5.26	-
资产负债率（%）	58.16	49.43	40.12	37.29
长期债务资本化比率（%）	9.17	24.63	17.56	16.81
全部债务资本化比率（%）	48.36	38.24	27.79	25.72
货币资金/短期债务（倍）	26.58	65.24	91.64	125.67
非筹资性现金净流量债务比率（%）	21.08	20.09	66.31	-
流动比率（%）	71.17	119.30	136.19	152.76
速动比率（%）	38.67	58.19	73.96	89.28
经营现金流动负债比（%）	20.01	29.35	62.84	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.26	3.08	8.17	-
全部债务/EBITDA（倍）	3.25	3.85	1.60	-
应收账款周转次数（次）	8.97	9.16	12.04	-
销售债权周转率（次）	8.97	9.16	12.04	-
存货周转次数（次）	1.44	1.11	1.36	-
总资产周转次数（次）	0.74	0.64	0.77	-
现金收入比（%）	95.19	100.15	99.21	99.07

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：企业主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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。

短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。