

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018]163 号

维格娜丝时装股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“维格娜丝时装股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月十五日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]163 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对维格娜丝时装股份有限公司和其拟发行的“维格娜丝时装股份有限公司公开发行人转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定维格娜丝时装股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，债券信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年五月十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与维格娜丝时装股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与维格娜丝时装股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于<http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由维格娜丝时装股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受维格娜丝时装股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 维格娜丝时装股份有限公司公开发行的可转换公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司
2018年5月15日



维格娜丝时装股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】163号

评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA

债券概况

发行金额：不超过 8.80 亿元
债券期限：自本期可转债发行之日起 6 年
偿还方式：按年付息、到期一次性还本付息
募集资金用途：支付收购 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款等募投项目

评级时间

2018 年 5 月 15 日

评级小组负责人

张铭钊 

评级小组成员

李默晗 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7
层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对维格娜丝时装股份有限公司（以下简称“维格娜丝”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司是国内较知名女装企业，产品自主研发设计能力较强，旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”知名度较高，具有较强市场竞争实力；VGRASS 品牌店铺主要开设在一线城市及购买力较强的省会和二线城市的百货商场内，近年来单店销售额持续上升；受益于收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，2017 年公司收入和利润总额显著增长；2018 年 2 月公司完成非公开发行股份，资本实力有所增强。

同时，东方金诚也关注到，国内女装市场竞争较为激烈，公司盈利能力稳定性易受行业景气度波动的影响；近年来原材料价格波动和劳务成本上升对公司成本控制造成较大压力；公司资产中商誉和无形资产占比较高且规模较大，若未来 Teenie Weenie 品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临商誉和无形资产的减值风险；公司期间费用规模较大，对利润形成一定挤占；2017 年以来，公司有息债务规模增长较快，债务负担显著增加；控股股东、实际控制人所持上市公司股份质押比例较高。

东方金诚评定维格娜丝主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA。

评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

债券概况

发行金额：不超过 8.80 亿元

债券期限：自本期可转债发行之日起 6 年

偿还方式：按年付息、到期一次性还本付息

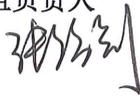
募集资金用途：支付收购 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款等募投项目

评级时间

2018 年 5 月 15 日

评级小组负责人

张铭钊



评级小组成员

李默晗



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7
层 100088

主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	15.09	15.97	66.17	65.65
所有者权益 (亿元)	13.76	14.60	18.55	24.38
全部债务 (亿元)	0.28	0.30	37.15	32.07
营业收入 (亿元)	8.24	7.44	25.64	7.54
利润总额 (亿元)	1.51	1.32	3.15	1.05
EBITDA (亿元)	2.00	1.63	6.07	-
营业利润率 (%)	69.09	68.73	69.10	68.57
净资产收益率 (%)	8.43	7.08	12.28	-
资产负债率 (%)	8.80	8.59	71.97	62.86
全部债务资本化比率 (%)	1.96	2.02	66.70	56.81
流动比率 (%)	1129.69	735.20	150.94	164.48
全部债务/EBITDA (倍)	0.14	0.18	6.12	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	338.77	261.16	2.79	-
EBITDA/本期债券发行额 (倍) ¹	0.23	0.19	0.69	-

注：数据基于公司 2015 年~2017 年经审计的合并财务报告及 2018 年 1~3 月未经审计的合并财务报表

优势

- 公司是国内较知名女装企业，产品自主研发设计能力较强，旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”知名度较高，具有较强市场竞争实力；
- VGRASS 品牌店铺主要开设在一线城市及购买力较强的省会和二线城市的百货商场内，近年来单店销售额持续上升；
- 受益于收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，2017 年公司收入和利润总额显著增长；
- 2018 年 2 月公司完成非公开发行股份，资本实力有所增强。

关注

- 国内女装市场竞争较为激烈，公司盈利能力稳定性易受行业景气度波动的影响；
- 近年来原材料价格波动和劳务成本上升对公司成本控制造成较大压力；
- 公司资产中商誉和无形资产占比较高且规模较大，若未来 Teenie Weenie 品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临商誉和无形资产的减值风险；
- 公司期间费用规模较大，对利润形成一定挤占；
- 2017 年以来，公司有息债务规模增长较快，债务负担显著增加；
- 控股股东、实际控制人所持上市公司股份质押比例较高。

¹ 本期发债额度按 8.80 亿元计算。

主体概况

维格娜丝时装股份有限公司（以下简称“维格娜丝”或“公司”）主营服装设计、生产及销售业务，公司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，成立时注册资本 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。后经过多次增资，截至 2009 年 12 月 31 日，公司注册资本为人民币 3600.00 万元。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”。后经多次增资，截至 2017 年末，公司总股本为 15229.16 万股，控股股东王致勤和宋艳俊分别持股 31.73% 和 24.78%。2018 年 2 月，公司向共青城朴海投资管理合伙企业（有限合伙）等 6 名对象非公开发行股份 2826.24 万股，募集资金总额 5.22 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总股本为 18055.40 万股，控股股东王致勤和宋艳俊分别持股 26.77% 和 20.90%。

公司主营服装的设计、生产和销售业务，是国内较为知名的女装企业，坚持自主设计研发，在上海、南京、首尔和米兰拥有 4 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，增加了“元先”系列云锦产品。2017 年 3 月，公司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。目前公司多品牌经营模式已初步成形。

截至 2018 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 65.65 亿元，所有者权益为 24.38 亿元，资产负债率为 62.86%。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 25.64 亿元和 7.54 亿元，利润总额 3.15 亿元和 1.05 亿元。

债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟公开发行总额不超过 8.80 亿元 A 股可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“本期债券”），期限为 6 年，每年付息一次，到期一次性归还本金和最后一年利息。本期可转债及未来转换的 A 股股票将在上海证券交易所上市。

本期债券转股基本条款²

转股期限方面，本期可转债的转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

转股价格方面，本期可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交

² 以本期可转债募集说明书终稿为准。

易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。在本期可转债发行之后，若公司因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，以及可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化时，公司将调整转股价格并公告。

转股数量方面，本期可转债持有人在转股期内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。本期可转债持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照上海证券交易所等部门的有关规定，在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面余额及其所对应的当期应计利息。

本期债券转股价格向下修正条款

在本期可转债存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

赎回条款

（1）到期赎回条款

在本期可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。

（2）有条件赎回条款

在本期可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

A：在本期可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

B：当本期可转债未转股余额不足 3000 万元时。

回售条款

（1）有条件回售条款

在本期可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘

价格低于当期转股价的 70%时，本期可转债持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

(2) 附加回售条款

若本期可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期可转债持有人享有一次回售的权利。本期可转债持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。

募集资金用途

本期可转债募集资金总额不超过 8.80 亿元，所募集资金扣除发行费用后拟用于以下项目的投资：

表 1：本期可转债募投项目投资情况

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金额
1	支付收购 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款	46111.43	46111.43
2	智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台	36290.00	15488.57
3	补充流动资金	26400.00	26400.00
合计		108801.43	88000.00

资料来源：本期可转债募投项目募集说明书，东方金诚整理

项目总投资金额高于本次募集资金使用金额部分由公司自筹解决；本次公开发行可转债实际募集资金（扣除发行费用后的净额）若不能满足上述全部项目资金需要，资金缺口由公司自筹解决。如本次募集资金到位时间与项目实施进度不一致，公司可根据实际情况以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。经公司股东大会授权，在不超过项目投资总额的前提下，董事会可根据募投项目的实际需求，对各募投项目拟使用募集资金额进行调整，调整后的募集资金总金额不超过调整前的金额。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1~3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个

百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1~3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1-3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1~3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币 (M1) 余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存

款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

公司主营业务以服装的研发设计、生产和销售为主，主要属于女装行业。

女装行业

得益于女性消费能力和消费意识的日益增强，以中高端为主的女装消费稳定增长，但中高端女装线下零售市场受电商、海淘购物等因素影响，销售增速有所放缓

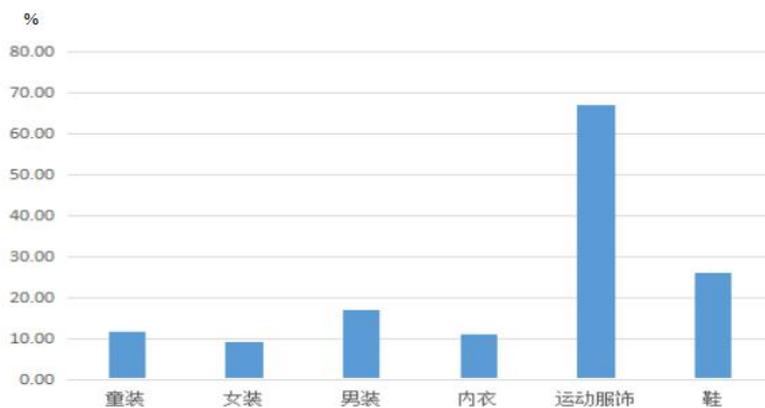
在收入增长和独立自主趋势明显的环境下，我国女性消费呈现增长趋势，2014 年女性收入中消费占比从 2008 年的 53.00% 上升至 61.00%，而服饰在女性消费中占比达到 60.00%。其中，受益于消费升级和消费观念转变，高端女装子板块增长动力更强。2014 年我国女装消费中，高端、中端和低端市场规模的增速分别为 28.48%、20.62% 和 17.43%。2015 年，国内高端女装市场规模达到 1730.00 亿元，同比增长超 30.00%。

2014 年以来，互联网化的商业变革，出国旅游购物、跨境海淘购物和人们生活消费的多元化分流了国内女装实体零售市场。近年来，百货商场的日均客流量出现连续下滑，服装打折、降价促销的力度较大，服装成交均价明显降低。与此同时商场扣点和费用居高不下，导致女装实体零售市场盈利能力的下行。根据公开资料，2010 年~2016 年我国女装市场规模由 5329.90 亿元增长至 8728.14 亿元，复合增长率为 8.57%，增长率逐步放缓，增速由 2011 年的 14.89% 降至 2016 年的 5.30%。

我国女装市场行业集中度低、竞争较激烈，且近年来外资品牌迅速扩张，国内女装企业受到一定冲击

我国女装市场行业集中度低，2016年，我国女装市场规模达8728.14亿元，但前十品牌市场占有率不足10.00%，2016年鞋服各品类前十大品牌市场占有率中，女装品类为最低。近年来，国外一线女装品牌及优衣库、ZARA等时尚快销品牌进入我国市场，外资品牌迅速设立销售终端，加剧了国内服装消费行业的竞争。部分国内女装企业出现盈利下降、库存激增等情况。具有一定规模和品牌影响力，注重客户体验，同时能够迅速借助互联网营销手段，采取线上、线下资源联动的零售模式的服装企业具有较大发展潜力。

图 1：2016 年服装及鞋类前十大品牌市场占有率



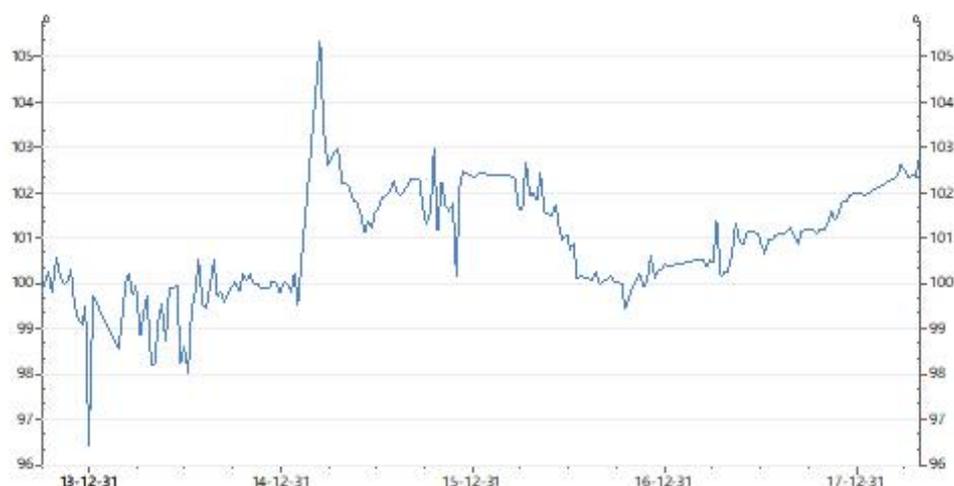
资料来源：中国产业信息网，东方金诚整理

女装公司的盈利能力稳定性易受行业影响，受行业竞争进一步加剧影响，2015年以来，我国女装价格呈波动下降趋势；2016年以来，行业整体业绩有所复苏

受行业竞争进一步加剧影响，2015年以来，我国女装价格呈波动下降趋势，行业整体盈利能力有所分化。2016年之后，随着企业纷纷转型以适应目前的市场环境和新的消费节奏，行业整体有所复苏。女装公司的盈利能力稳定性易受行业景气度波动的影响。

我国国内上市公司中高端女装行业主要包括朗姿股份（002612.SZ）、歌力思（603808.SH）、维格娜丝（603518.SH）、安正时尚（603839.SH）四家。2015年~2017年，四家上市女装企业合计收入分别为40.29亿元、44.50亿元和83.91亿元；利润总额分别为7.27亿元、8.62亿元和13.29亿元。受行业竞争加剧及整体产品价格下行压力的影响，2015年，四家企业合计收入及利润总额处于近年来的最低水平；2016年以来，部分企业采取产品及销售策略升级以及外延并购等方式提升业绩，四家企业整体营业收入及利润总额出现反弹，行业整体业绩有所复苏。2017年，随着行业进一步回暖，四家企业整体营业收入及利润总额得到进一步增长。

图 2：2014 年至今国内女装内贸价格指数情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

表 2：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月国内主要女装企业收入及利润情况

单位：亿元、%

公司名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	毛利率	利润总额	收入	毛利率	利润总额	收入	毛利率	利润总额	收入	毛利率	利润总额
朗姿股份 (002612.SZ)	11.44	58.99	0.77	13.68	54.96	1.90	23.53	57.35	2.20	6.46	56.91	0.70
歌力思 (603808.SH)	8.35	67.61	2.15	11.32	68.96	2.68	20.53	68.84	4.78	5.75	67.05	1.31
维格娜丝 (603518.SH)	8.24	70.33	1.51	7.44	70.24	1.32	25.64	69.69	3.15	7.54	68.95	1.05
安正时尚 (603839.SH)	12.25	68.61	2.83	12.06	70.63	2.71	14.21	66.74	3.16	3.91	68.71	1.07
合计	40.29	66.39	7.27	44.50	66.20	8.62	83.91	65.65	13.29	23.66	65.40	4.13

资料来源：公开资料，东方金诚整理

业务经营

经营概况

公司营业收入及毛利润主要来自于服装生产和销售业务，2017 年公司收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，公司收入和毛利润显著增长，毛利率保持较高水平

维格娜丝主要从事服装的设计、生产和销售等业务，公司主营业务收入全部来自服装销售。截至 2018 年 3 月末，公司共有“VGRASS”、云锦产品“元先”和“Teenie Weenie”三个品牌。

2015 年~2017 年，公司主营业务收入分别为 8.23 亿元、7.44 亿元和 25.58 亿元，其中 2017 年 3 月，公司收购 Teenie Weenie 品牌及其相关资产和业务并表，当年公司主营业务收入大幅增长。公司主营业务收入主要来自 VGRASS 品牌女装和 Teenie Weenie 品牌服装的销售，2017 年收入占比分别为 30.96%和 68.18%。

表 3：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
VGRASS 女装	8.14	98.86	7.16	96.30	7.92	30.96	2.10	27.89
云锦产品	0.09	1.14	0.27	3.70	0.22	0.86	0.05	0.64
Teenie Weenie 服装	-	-	-	-	17.44	68.18	5.39	71.48
合计	8.23	100.00	7.44	100.00	25.58	100.00	7.54	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司主营业务毛利润分别为 5.79 亿元、5.23 亿元和 17.83 亿元，主要来自 VGRASS 品牌女装和 Teenie Weenie 品牌服装；主营业务毛利率分别为 70.38%、70.27%和 69.71%，毛利率水平较高³。

表 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务毛利润和毛利率情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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 女装	5.72	70.29	5.04	70.31	5.55	70.12	1.42	67.72
云锦产品	0.07	78.43	0.19	69.08	0.15	69.87	0.04	74.12
Teenie Weenie 服装	-	-	-	-	12.12	69.52	3.74	69.35
合计	5.79	70.38	5.23	70.27	17.83	69.71	5.19	68.93

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 7.54 亿元，主营业务毛利润 5.19 亿元，主营业务毛利率 68.93%。

服装业务

公司是国内较知名时尚女装企业，产品自主研发设计能力较强，旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”知名度较高，具有较强市场竞争实力

公司是国内较知名时尚女装企业，主要产品为高档女装、中高端女装、男装、婴童服装和云锦⁴产品等。公司旗下品牌包括维格娜丝（VGRASS）、云锦产品“元先”和 Teenie Weenie。

公司于 1997 年创立自主品牌维格娜丝，VGRASS 定位高端女装，主要产品为女装上衣、裙子、外套等，坚持以“修身”为品牌特质，目标客户定位于 25~35 岁的中高收入时尚女性，该品牌连续多年在全国重点大型零售企业中位于高端女装品牌前十名⁵，具有较高品牌知名度。2015 年 8 月，公司收购南京云锦研究所股份有限公司，

³ 2017 年，主要女装上市公司朗姿股份、歌力思和安正时尚的综合毛利率分别为 57.35%，68.84%和 66.74%。

⁴ 云锦是中国传统的丝制工艺品，有“寸锦寸金”之称，云锦因其色泽艳丽灿烂，美如天上云霞而得名，其用料考究，织造精细、图案精美、锦纹绚丽、格调高雅，南京云锦与成都的蜀锦、苏州的宋锦、广西的壮锦并称“中国四大名锦”。

⁵ 由中国商业联合会和中华全国商业信息中心发布。

打造云锦品牌“元先”⁶，产品包括礼服、嫁衣和云锦艺术品。2017年3月，公司收购韩国衣恋集团旗下 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，Teenie Weenie 定位为中高端年轻时尚品牌，客户群体主要为 18~28 岁的中高收入年轻女性，在亚洲品牌知名度很高。Teenie Weenie 的产品线主要为女装，也包括男装、童装及婴童等产品系列。公司完成收购 Teenie Weenie 之后，客户群体得到扩展，集团多品牌经营模式已初步成形。

表 5：公司服装业务主要品牌情况

品牌	定位	风格	产品线
VGRASS	国际高端女装一线品牌	时尚、修身、中国元素	高端女装
元先	中国元素奢侈品	传统工艺、高端定制	嫁衣服饰、艺术品等
Teenie Weenie	产品结构多元化的少女女装中端品牌	浪漫、时尚、韩风	女装、男装、童装、婴儿装等

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司重视产品设计，自主研发设计能力较强。2015 年~2017 年，公司分别投入研发设计费用 2817.89 万元、4155.46 万元和 9376.99 万元，占当年收入比重为 3.46%、5.59%和 3.66%。2017 年末，公司拥有设计人员 200 人。在研发团队方面，VGRASS 品牌分别在韩国首尔、意大利米兰、上海、南京拥有 4 个服装研发设计中心，2017 年上市新款 993 个；南京云锦研究所是国内唯一的云锦人类非物质文化遗产传承基地，云锦研究所建立了行业首创的织造师评级体系，潜心培育云锦技术人才；Teenie Weenie 品牌也拥有独立的原创设计团队，2017 年共上市新款 2565 个。公司重视开展对外合作研发，如与意大利、韩国及其他国际设计师、版型师等合作、举办“VGRASS·东华杯”立裁大赛等，延揽优秀设计人才。在内部管理方面，集团内所有设计团队资源共享，优势互补，建立良性的竞争模式。公司采取多项措施，如新品评审会制度、将研发人员的收入与其设计产品的销售额直接挂钩等，促进设计团队良性竞争，有效的提高了公司的设计水平。

1. VGRASS 品牌女装

受品牌提档影响，VGRASS 品牌女装销售均价逐年提升，销售量有所下降，销售收入和毛利润略有波动，毛利率稳定在较高水平

VGRASS 品牌女装主要由 VGRASS 事业部负责经营。2015 年~2017 年，VGRASS 品牌女装销售收入分别为 8.14 亿元、7.16 亿元和 7.92 亿元，略有波动。受品牌提档影响，VGRASS 品牌服装销售量逐年减少，2015 年~2017 年，VGRASS 品牌女装销量分别为 71.54 万件、55.77 万件和 48.68 万件。近三年 VGRASS 品牌女装产销率有所波动，总体维持在较高水平，分别为 108.41%、111.30%和 92.62%。

⁶ 公司正在对元先品牌进行战略调整和整合，目前元先品牌产品、产量、销量都较小。

表 6：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌女装产销情况

单位：万件、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产量 ⁷	65.99	50.10	52.55	10.23
销量	71.54	55.77	48.68	11.63
产销率	108.41	111.30	92.62	113.62

资料来源：公司提供，东方金诚整理

由于 VGRASS 品牌女装持续提档，女装裙子、外套、上衣和其他品类的销售均价逐年增加。同期，公司 VGRASS 品牌女装的毛利润有所波动，分别为 5.72 亿元、5.04 亿元和 5.55 亿元；毛利率维持在较高水平，分别为 70.29%、70.31%和 70.12%。

表 7：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌女装销售情况

单位：万件、元/件

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
裙子	销售均价（元/件）	1121	1309	1671	1786
	销售数量（万件）	37.06	28.44	23.80	4.52
外套	销售均价（元/件）	1632	1846	2345	2582
	销售数量（万件）	13.43	8.59	7.95	2.54
上衣	销售均价（元/件）	833	962	1176	1176
	销售数量（万件）	15.93	14.19	12.61	3.27
其他	销售均价（元/件）	909	1077	1378	1956
	销售数量（万件）	5.12	4.56	4.32	1.30

资料来源：公司提供，东方金诚整理

VGRASS 品牌女装销售渠道以线下直营店铺为主，门店主要开设在一线城市及购买力较强的省会和二线城市的百货商场内，近年来单店销售额持续上升

VGRASS 品牌女装销售渠道以线下销售为主，公司 2016 年以来开始探索“微商城”线上渠道，但收入占比较小。VGRASS 品牌女装线下销售门店分为直营和加盟两种，直营店铺由公司总部集中管理；加盟店铺由公司授予加盟品牌经营权后，加盟商自行负责店铺的管理。截至 2018 年 3 月末，VGRASS 门店数量 159 家，其中直营店 156 家，加盟店 3 家，公司以线下直营店铺为主。近年来，公司持续对 VGRASS 品牌提档，陆续关闭与品牌形象不符的低端店铺，导致门店数量有所下降，但门店平均单店面积和平均单店年销售额逐年增加，品牌渠道档次持续提升。

⁷ 包括自有基地生产的数量和外包生产的数量。

表 8：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌门店情况

单位：家、平方米、万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
门店数量	220	189	162	159
其中：直营店	205	179	158	156
加盟店	15	10	4	3
平均单店面积	104	113	120	125
平均单店月销售额 ⁸	24.93	29.28	38.25	43.78

资料来源：公司提供，东方金诚整理

品牌直营店铺主要开设在一线城市及购买力较强的省会和二线城市的百货商场内，门店物业全部为租赁。近年来，随着行业销售业态的变化，公司不断开拓新的销售渠道，如购物中心（SHOPPING MALL）、奥特莱斯等。截至 2017 年末，公司拥有购物中心门店 17 家，奥特莱斯门店 5 家，其余均为百货商场门店。

结算方面，商场门店由公司（或加盟商）按月与百货商场结算⁹，购物中心和奥特莱斯店一般由公司（或加盟商）即时与顾客结算。2017 年，VGRASS 品牌女装前五大客户销售额占比为 25.17%，客户集中度不高。

表 9：2017 年 VGRASS 品牌女装前五大客户情况

单位：万元、%

前五大客户名称	金额	占当年销售收入比例
华地国际控股有限公司	5502.78	6.95
大商股份有限公司	4019.73	5.08
百盛商业集团有限公司	3882.11	4.90
北京王府井国际商业发展有限公司	3759.10	4.75
深圳茂业商厦有限公司	2769.76	3.50
合计	19933.48	25.17

资料来源：公司提供，东方金诚整理

VGRASS 品牌女装生产以委托加工和自制生产为主，受品牌提档调整影响，近年来产量波动下降

公司 VGRASS 品牌女装生产主要由 VGRASS 事业部下属的生产部门负责组织生产。在生产方面，公司根据不同生产模式的特点，结合产品的品类、生产工艺、交货时间、订货数量、面辅料采购成本等因素，采用自制生产、委托加工和定制生产三种模式组织生产¹⁰。

2015 年~2017 年，受品牌提档调整影响，VGRASS 品牌女装产量分别为 65.99 万

⁸ 由 12 个月的销售额/12 个月的每月营业卖场数计算而得。

⁹ 公司（或加盟商）与商场签订协议，在商场中以专柜形式开设的店铺，由商场负责收银和开具发票，商场按照销售收入的一定比例扣款后将剩余销售收入返还给公司（或加盟商）。

¹⁰ 自制生产模式下，公司自主设计，自主生产，主要优先生产订单需求较急、工艺流程复杂、生产难度较高和款式新颖的产品；委托加工模式下，公司自主设计，委托加工厂商按照公司提供的产品设计样板、产品工艺单、面辅料裁片及相关物料进行生产，主要生产各类梭织服装、针织服装；定制生产模式下，定制厂商按照公司确认的设计样板、产品工艺单，指定的面辅料进行生产，主要生产需要相对专一的生产工艺和专业设备的产品，如：羽绒服、棉服、尼克服、皮衣等。

件、50.10 万件和 52.55 万件，波动减少。VGRASS 女装生产以委托加工生产为主，2015 年~2017 年，VGRASS 委托加工产品入库金额占总入库金额的比重分别为 52.38%、63.59%和 68.71%，逐年上升。

公司通过向主要受托加工厂商、定制生产厂商长期派驻技术人员和检验人员，负责委托加工、定制生产项目的工艺指导、质量控制工作，确保产品符合国家和公司的标准。同时，公司与主要外包方建立了良好的战略合作关系，通过合同规定及质量管理体系保障产品的质量和供货的及时性。

表 10：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌女装生产模式入库情况

单位：万元、%

生产类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自制生产	9075.59	36.74	7383.77	32.50	8058.38	29.09	1646.89	31.10
委托加工	12940.45	52.38	14445.32	63.59	19036.17	68.71	3577.82	67.56
定制加工	2688.02	10.88	888.25	3.91	610.47	2.20	71.31	1.35
合计	24704.06	100.00	22717.34	100.00	27705.02	100.00	5296.02	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

自制生产方面，公司有 1 个位于南京市江宁区的服装生产基地。近年来，随着公司对 VGRASS 品牌持续提档、销量有所下降，公司适度降低了自产产能。自有生产基地主要用于新款试产以及订单需求较急、工艺流程复杂、生产难度较高和款式新颖的产品，故产能利用率不高。2015 年~2017 年，VGRASS 自有生产基地产能利用率分别为 65.24%、62.65%及 67.95%，基本稳定。

表 11：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌女装自有基地产能情况

单位：万件、%

类型	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产能	32.40	19.50	18.60	5.10
产量	21.14	12.22	12.64	3.23
产能利用率	65.24	62.65	67.95	63.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

VGRASS 品牌女装成本主要由面辅料采购成本构成，面辅料的价格波动对公司成本控制压力较大

VGRASS 采购的原材料主要包括主面料和毛纱等面辅料，由 VGRASS 事业部下属的采购部门负责不同原材料的采购。对于外包生产的服装，公司按照工时给予加工费。

由于 VGRASS 品牌定位为高端女装，面辅料采购成本对自制及委托加工生产模式生产成本影响较大，可占到总成本的 60%以上，生产人工、能源动力等费用占比相对较小；定制加工中面辅料由供应商提供，但 VGRASS 品牌女装定制加工模式占比较小。

2015 年~2017 年，VGRASS 主面料和毛纱的采购均价均有所上升，其中主面料采购均价分别为 107.86 元/米、119.12 元/米和 121.68 元/米；毛纱采购均价分别为 209.20 元/千克、240.40 元/千克和 271.70 元/千克。面辅料的价格波动对公司成本控制压力较大。受 VGRASS 品牌提档、公司相应调整服装产量的影响，2015 年~2017

年，VGRASS 主要原材料的采购数量有所波动。

表 12：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 VGRASS 品牌女装主要原材料采购情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
主面料	采购均价 ¹¹ （元/米）	107.86	119.12	121.68	104.444
	采购数量（万平米）	100.66	71.30	85.52	16.73
毛纱	采购均价（元/千克）	209.20	240.40	271.70	238.60
	采购数量（千克）	63004.54	41945.30	48960.32	5032.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

结算方面，面料等重要物料公司预付定金和货款；辅料、配饰等采购批量较大的物料按月结算货款。VGRASS 供应商主要为服装加工厂及面辅料供应商。2017 年 VGRASS 前五大供应商占比为 39.40%，集中度一般。

2. Teenie Weenie 品牌服装

Teenie Weenie 品牌服装主要由 Teenie Weenie 事业部负责经营，公司于 2017 年支付 44.39 亿元对价现金收购 Teenie Weenie 品牌及其资产和业务¹²，并于 2017 年 3 月起并表。

2015 年~2017 年，Teenie Weenie 品牌服装业务营业收入分别为 20.82 亿元、21.30 亿元和 20.94 亿元，毛利润分别为 14.75 亿元、14.20 亿元和 14.53 亿元，综合毛利率分别为 70.87%、66.65%和 69.36%。2018 年 1~3 月，Teenie Weenie 品牌服装营业收入 5.39 亿元，毛利润 3.74 亿元，综合毛利率 69.34%。

表 13：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 Teenie Weenie 营业收入及利润情况

单位：亿元、%

2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
营业收入	毛利润	毛利率	营业收入	毛利润	毛利率	营业收入	毛利润	毛利率	营业收入	毛利润	毛利率
20.82	14.75	70.87	21.30	14.20	66.65	20.94	14.53	69.36	5.39	3.74	69.34

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于市场定位的调整，2017 年以来 Teenie Weenie 品牌服装销售均价有所回升

2015 年~2017 年，Teenie Weenie 品牌营业收入分别为 20.82 亿元、21.30 亿元和 20.94 亿元，略有波动。同期，Teenie Weenie 品牌服装销量分别为 660.60 万件、809.22 万件和 784.00 万件。近三年 Teenie Weenie 品牌服装产销率波动增长，分别为 76.18%、115.41%和 101.87%。

¹¹ 采购均价均不含税。

¹² 交易整体价格为标的资产在中国范围内业务的 2015 年估值净利润×11.25 倍即 49.32 亿元，公司第一步支付 44.92 亿元取得其 90%的所有权，待协议签订后，且标的资产运行三个完整的会计年度之后，维格娜丝或其指定第三方收购衣念香港所持有的标的资产剩余 10%股权。

表 14: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 Teenie Weenie 品牌服装产销情况

单位: 万件、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
产量 ¹³	867.20	701.15	769.65	196.81
销量	660.60	809.22	784.00	158.03
产销率	76.18	115.41	101.87	80.29

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

随着国内服装市场竞争日趋激烈, 2015 年~2016 年, Teenie Weenie 品牌女装、男装等品类的销售均价有所下降。2017 年公司收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务后, 将提升 Teenie Weenie 品牌的市场定位作为战略目标, 从产品设计、渠道质量及店铺形象等全面进行升级, 当年各品类销售均价均较 2016 年有所回升。2017 年, Teenie Weenie 品牌新推出婴童品类服装, 当年销售数量较小, 计划 2018 年之后全面铺开渠道。2018 年, Teenie Weenie 品牌服装销售均价保持回升态势。

表 15: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 Teenie Weenie 品牌服装销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
女装	销售均价 (元/件)	325.66	267.83	274.98	358.64
	销售数量 (万件)	523.49	632.96	593.61	110.05
男装	销售均价 (元/件)	305.82	275.24	282.96	370.90
	销售数量 (万件)	65.09	80.15	79.99	19.32
童装 ¹⁴	销售均价 (元/件)	230.48	204.93	206.55	250.66
	销售数量 (万件)	72.01	96.10	110.40	28.66

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

销售渠道方面, Teenie Weenie 品牌服装分为线上销售和线下销售, 2015 年~2017 年, 线上销售占比分别为 6.84%、12.42%和 17.89%, 逐年有所提升。线上销售主要为天猫旗舰店等, 现为天猫平台女装品类重点合作品牌。线下销售门店分为直营和加盟两种, 直营店铺由公司总部集中管理; 加盟店铺由公司授予加盟商品牌经营权后, 加盟商自行负责店铺的管理。Teenie Weenie 品牌服装的线下销售渠道以直营门店为主, 截至 2018 年 3 月末, Teenie Weenie 品牌门店数量 1286 家, 其中直营店 1174 家, 加盟店 112 家。Teenie Weenie 品牌门店主要开设在百货商场内, 近年来也向新业态如购物中心 (SHOPPING MALL)、奥特莱斯等发展, 截至 2017 年末, 公司的 Teenie Weenie 品牌拥有购物中心门店 133 家, 奥特莱斯门店 178 家, 其余均为百货商场门店。

结算方面, 商场门店由公司 (或加盟商) 按月与百货商场结算, 购物中心和奥特莱斯店一般由公司 (或加盟商) 即时与顾客结算。2017 年, Teenie Weenie 品牌服装前五大客户销售额占比为 14.71%, 客户集中度不高。

¹³ 由于 Teenie Weenie 品牌服装生产全部采用外包生产, 此处的产量为外包生产量。

¹⁴ 含婴童品类。

表 16: 2017 年 Teenie Weenie 品牌服装前五大客户情况

单位: 万元、%

前五大客户名称	金额	占当年销售收入比例
金鹰国际商贸集团(中国)有限公司	7696.12	3.68
百盛商业集团有限公司	6468.53	3.10
银泰商业(集团)有限公司	6050.81	2.90
重庆百货大楼股份有限公司	5878.82	2.81
百联集团有限公司	4642.69	2.22
合计	30736.96	14.71

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

Teenie Weenie 品牌服装全部采取外包生产, 受劳务成本上升影响, 近年采购均价总体有所上升

Teenie Weenie 品牌服装全部采取外包生产, 具体由 Teenie Weenie 事业部下属生产部、采购部和技术部负责协调管理, 根据产品的订货数量和交货时间, 结合产品的品类、生产工艺等因素, 采用委托加工和定制生产两种模式外包生产。

2015 年~2017 年, Teenie Weenie 品牌服装外包生产量分别为 867.20 万件、701.15 万件和 769.65 万件, 有所波动。Teenie Weenie 服装生产委托加工和定制加工入库金额占比接近, 2015 年~2017 年, Teenie Weenie 品牌服装委托加工产品入库金额占总入库金额的比重分别为 53.35%、48.72%和 58.81%; 定制加工入库金额占比分别为 46.65%、51.28%和 41.19%。

表 17: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 Teenie Weenie 品牌服装入库情况

单位: 万元、%

生产类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委托加工	32223.18	53.35	34410.28	48.72	37658.36	58.81	10227.23	61.96
定制加工	28176.27	46.65	36223.36	51.28	26377.45	41.19	6278.71	38.04
合计	60399.45	100.00	70633.63	100.00	64035.81	100.00	16505.94	100.00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2015 年~2017 年, Teenie Weenie 品牌服装采购的产品主要为面料及外包生产的女装、男装等。受劳务成本上升影响, Teenie Weenie 服装各品类采购均价均有所上升。在保证质量的前提下, Teenie Weenie 品牌在全球优选供应商以控制成本。2013 年开始, Teenie Weenie 品牌外包生产厂商由以中国为中心的生产模式开始向东南亚转移(越南、印尼、缅甸), 2015 年开始在印度进行初期测试, 以期通过国际化的生产维持较低的生产成本。2017 年 Teenie Weenie 前五大供应商占比为 27.43%, 集中度一般。

表 18: 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月 Teenie Weenie 品牌服装采购情况¹⁵

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
女装 ¹⁶	采购均价 (元/件)	84.32	84.77	89.25	88.49
	采购数量 (万件)	670.91	531.56	579.40	127.04
男装	采购均价 (元/件)	91.88	88.46	90.48	68.59
	采购数量 (万件)	86.39	81.31	77.01	27.77
童装	采购均价 (元/件)	59.53	59.99	63.96	61.49
	采购数量 (万件)	109.91	88.28	110.88	31.99
婴童	采购均价 (元/件)	-	-	68.50	83.45
	采购数量 (万件)	-	-	2.35	10.01

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

企业管理

产权结构

截至 2018 年 3 月末, 公司总股本 18055.40 万股, 控股股东王致勤和宋艳俊直接持股比例分别为 26.77% 和 20.90%, 为公司实际控制人。截至 2018 年 3 月 10 日, 公司实际控制人王致勤已累计质押 48267200 股, 宋艳俊已累计质押 37732800 股, 合计占公司股份总数的 47.63%, 质押比例较高, 实际控制人的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。

公司治理及内部管理

公司股东大会、董事会、监事会均按照《公司法》和《公司章程》设立。股东大会是公司的权力机构。公司董事会根据《公司章程》规定, 经股东大会选举产生。董事会由 7 名董事组成, 设董事长 1 人, 董事会成员中包括 3 名独立董事。公司严格按照《公司章程》规定的选聘程序和任职资格选举董事及独立董事, 董事会的人数和人员构成符合法律、法规的要求。监事会由 3 名监事组成, 设监事会主席 1 人, 监事任期每届 3 年, 任期届满连选可以连任。公司监事会的人数和人员构成符合法律、法规的要求。

公司董事会设立战略委员会、审计委员会、提名与薪酬考核委员会等专门委员会, 委员由董事会从董事中选举产生, 分别负责公司的发展战略、审计和财务、董事及高级管理人员的提名与薪酬设计、绩效考核等工作。同时, 公司根据实际经营需要, 设立总裁办、董事办、VGRASS 事业部、TW 事业部、云锦事业部、人力资源管理中心、财务管理中心和信息中心等。公司旗下的品牌均以事业部形式运行, 拥有从事经营业务所需的人员、机构及资源, 经营业务独立运行。组织结构图详见附件二。

公司对生产、品质管理、委托加工、销售、收款、付款等均有明确的管理制度。公司还对固定资产, 人力资源, 财务, 预算等内部管理环节制订了相应的管理制度, 严加把控下属子公司资产、人员、及财务, 遵守信息披露制度, 制定投融资和担保管理制度, 安全生产制度及突发事件应急预案来降低生产运营风险。公司加强供应链管

¹⁵ 由公司采购的原材料均已折算进服装采购价格中。

¹⁶ 含女装配件。

理，引入 SAP 系统，提升运营效率，实现了研发-采购-生产-质量检验-销售等一体化协同管控，在销售管理、计划管理、生产管理、仓库管理、存货核算及成本管理上运作实现流程化、系统化。

发展战略

公司未来的发展战略围绕公司的定位“创造出具备中国文化元素的奢侈品集团”展开，由 VGRASS 单一品牌向多品牌立体化发展。

VGRASS 品牌将坚持品牌提档，加快品牌国际化进程。在产品设计方面，产品持续进行设计及品质提档，使用高端面料；加入云锦、苏绣、钉珠等重工手工工艺，凸显中国风元素；联合国内及国外的设计团队，持续提高公司及产品形象设计水平，推行产品设计“年轻化”，做单品类多样化，扩充品牌产品线。在渠道拓展方面，品牌将继续优化渠道布局，聚焦拓展高端渠道，关闭与品牌形象不符的低端店铺。在店铺形象方面，与曾任职国际一线奢侈品品牌店铺形象设计师合作，不断提升店铺形象。在国际化进程方面，维格娜丝意大利有限公司在欧洲顶级时尚街区设立旗舰店，推出兼具中国文化元素和国际流行趋势的高端品牌时装。在海外不断积累国际化团队运营经验，打开海外市场，加快 VGRASS 品牌国际化进程。

云锦产品方面，公司将着力打造“元先”云锦品牌，定位于文物复制、艺术品、嫁衣服饰产品条线。以高端复制为依托，研发工艺，培养传承人；以与书画界艺术家合作为切入点，整合资源，开发云锦艺术新品；以中国传统吉祥文化为元素，传承创新，精心设计云锦中式嫁衣，以传统大花楼织机为设备，坚持手工织造。公司将云锦文化与现代时尚和艺术相结合，持续探索和推动云锦产品创新，以期未来将南京云锦打造成具备中国文化元素的国际知名奢侈品牌。

Teenie Weenie 品牌方面，公司将以“提升市场定位”作为战略目标。从产品设计、渠道质量及店铺形象等各方面全面进行升级，女装、男装及童装产品线树立全新的市场定位，构建各渠道的最佳成长体系。目标在 3 年后，成为具有差别化、引导“高品质生活方式”的领先品牌。此外由于“二孩政策”等影响，婴童装市场急速增长，Teenie Weenie 利用自身优势卡通和差别化的能力对应市场新推出 Baby 品牌，计划大量新开店抢占婴童装市场。

财务分析

财务质量

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报表及 2018 年 1~3 月合并财务报表。江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年~2017 年度财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告，2018 年 1~3 月合并财务报表未经审计。截至 2018 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司 9 家，见附件三。

资产构成与资产质量

2017年，公司资产规模由于并购活动而显著增长，新增的商誉和无形资产占比较高，若未来Teenie Weenie品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临一定商誉减值风险

2015年~2017年末及2018年3月末，公司资产总额分别为15.09亿元、15.97亿元、66.17亿元和65.65亿元。其中，流动资产占比分别为84.98%、54.08%、34.04%和33.21%。2017年，公司购买Teenie Weenie业务品牌及资产，导致整体资产规模大幅增长。

图3：2015年~2017年末及2018年3月末公司资产构成情况

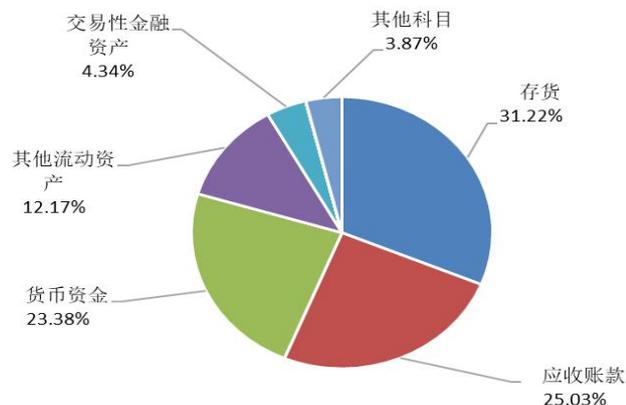


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至2017年末，公司流动资产为22.52亿元，其中占比较大的科目依次为存货、货币资金、应收账款、其他流动资产和交易性金融资产，占比分别为31.39%、29.37%、23.41%、8.10%和4.41%，合计占流动资产总额的比重为96.68%。2018年3月末，公司流动资产为21.80亿元。

图4：截至2018年3月末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015年~2017年末,公司存货账面价值分别为2.70亿元、2.65亿元和7.07亿元。其中2017年末公司存货较上年末大幅增长166.50%,主要系收购Teenie Weenie所致。公司存货主要由原材料、在产品和库存商品构成,2017年末占比分别为7.53%、7.83%和84.63%;2017年末公司存货共计提跌价准备0.18亿元,全部为对库存商品计提。2018年3月末,公司存货账面价值6.81亿元。

近年来公司货币资金有所波动,2015年~2017年末,公司货币资金期末余额分别为5.73亿元、1.35亿元和6.61亿元。2016年末货币资金较上年末下降76.46%,主要由于公司与衣恋时装香港有限公司签署了Teenie Weenie转让协议,公司向买卖双方设立的共管账户支付了首付款5.00亿元。2017年末货币资金较上年末增长390.25%,主要是销售规模扩大导致。截至2017年末,公司受限货币资金0.50亿元,主要为银行借款保证金和保函保证金。2018年3月末,公司货币资金期末余额5.10亿元。

2015年~2017年末,公司应收账款账面价值分别为0.61亿元、0.58亿元和5.27亿元。2017年末公司应收账款较上年末大幅增长812.39%,其中并表Teenie Weenie导致应收账款增加4.35亿元,VGRASS销售增加导致应收账款增加0.34亿元。公司应收账款账龄主要集中在一年以内,2017年末账龄为一年以内的应收账款占比99.69%;2017年末公司累计计提坏账准备0.28亿元。2018年3月末,公司应收账款账面价值5.46亿元。

公司的其他流动资产主要是待抵扣增值税和银行理财。2015年~2017年末,公司其他流动资产分别为0.66亿元、1.52亿元和1.82亿元,逐年增长。2017年末其他流动资产中的待抵扣增值税和银行理财分别为0.85亿元和0.77亿元。2018年3月末,公司其他流动资产2.65亿元,较上年末增加45.48%,主要是购买银行理财增加所致。

公司交易性金融资产全部为其持有的权益工具投资。2015年~2017年末,公司交易性金融资产分别为2.87亿元、2.19亿元和0.99亿元,逐年下降。其中2017年末较上年末减少的原因主要是公司1亿元结构性存款到期所致。

2. 非流动资产

截至2017年末,公司非流动资产43.64亿元,主要由商誉和无形资产构成,占比分别为57.88%和34.96%。截至2018年3月末,公司非流动资产43.85亿元。

公司商誉规模较大,2015年~2017年末,公司商誉账面价值分别为0.32亿元、0.32亿元和25.26亿元。2015年末和2016年末的商誉0.32亿元主要系公司2015年收购南京云锦研究所有限公司形成。2017年商誉增加24.94亿元,主要系收购TEENIEWEENIE所致。截至2017年末,公司收购南京云锦研究所形成的商誉计提共减值准备119.28万元,收购Teenie Weenie形成的商誉未计提减值准备。若未来被收购企业盈利不及预期¹⁷,公司将面临较大商誉减值风险。

公司无形资产增加较快,2015年~2017年末,公司无形资产账面价值分别为0.28亿元、0.28亿元和15.26亿元。2017年末,公司无形资产大幅增加14.98亿元,主

¹⁷ 本次收购未涉及被收购方的业绩承诺。根据公司于2017年1月25日披露的《维格娜丝时装股份有限公司拟收购衣恋时装香港有限公司及其关联方持有的Teenie Weenie品牌及该品牌相关资产和业务评估说明》,Teenie Weenie业务2017~2019年按照收益法预测净利润分别为43784.30万元、51187.11万元和62734.04万元。

要系收购 Teenie Weenie 获得该业务的商标权所致。2017 年末，公司商标权账面价值 14.91 亿元，占全部无形资产账面价值的 97.73%。2017 年，公司未发现无形资产可变现净值低于账面价值的情况，未计提减值准备。公司无形资产规模较大，若未来被收购企业盈利不及预期，公司将面临较大无形资产减值风险。

截至 2017 年末，公司受限资产账面价值为 6575.50 万元，主要为货币资金、固定资产和无形资产，占比分别为 76.45%、16.78%和 6.77%。受限资产在资产总额中占比为 0.99%。

表19：截至2017年末公司资产受限情况

单位：万元

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	5026.76	保证金、借款质押
固定资产	1103.25	借款抵押等
无形资产	445.49	借款抵押
合计	6575.50	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

2018 年 3 月公司完成非公开发行股份，资本实力有所增强

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 24.38 亿元，较 2017 年末增加 31.47%，主要来自资本公积的增加。其中资本公积 12.78 亿元，占比 52.42%；未分配利润 7.53 亿元，占比 30.89%；少数股东权益 2.25 亿元，占比 9.24%；实收资本 1.81 亿元，占比 7.41%；盈余公积 0.58 亿元，占比 2.38%。

2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 13.76 亿元、14.60 亿元和 18.55 亿元。同期末，公司实收资本分别为 1.48 亿元、1.48 亿元和 1.52 亿元，其中 2017 年的增加主要来自授予股权激励对象限制性股票带来的实收资本增加。2018 年 3 月末，公司实收资本增至 1.81 亿元，主要系 2018 年 3 月 6 日公司完成非公开发行股份，增加注册资本 2826 万元所致。

同期末，公司资本公积分别为 7.41 亿元、7.41 亿元和 8.00 亿元，2018 年 3 月末，公司资本公积为 12.78 亿元，主要是 2018 年 3 月 6 日公司完成非公开发行股份募集资金总额 5.22 亿元，溢价部分计入资本公积所致。

由于经营积累，2015 年~2017 年末公司未分配利润逐年增加，分别为 4.34 亿元、5.13 亿元和 6.88 亿。

2015 年和 2016 年末，公司均无少数股东权益；2017 年，公司新增少数股东权益 2.14 亿元，主要系本年度新增对非全资控股企业合并所致。

2017 年以来公司有息债务规模增长较快，以长期有息债务为主，主要是新增的并购贷款，债务负担显著增加

2015 年~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债总额分别为 1.33 亿元、1.37 亿元、47.62 亿元和 41.27 亿元，其中流动负债占比分别为 85.53%、85.59%、31.33%和 32.12%，非流动负债占比分别为 14.47%、14.41%、68.67%和 67.88%。2017 年公司

负债总额大幅增长 46.25 亿元，主要是公司为收购韩国衣恋集团旗下 Teenie Weenie 品牌的业务和资产增加的借款。

1. 流动负债

2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 1.14 亿元、1.17 亿元和 14.92 亿元。其中 2017 年末，公司流动负债中占比较大的科目依次为其他应付款、短期借款和应付账款，占比分别为 43.73%、25.86%和 11.63%，合计占流动负债总额的比重为 81.23%。截至 2018 年 3 月末，公司流动负债 13.25 亿元。

2015 年~2017 年末，公司其他应付款分别为 0.10 亿元、0.12 亿元和 6.52 亿元。此前公司的其他应付款主要由保证金和定金等构成，2017 年末，公司其他应付款大幅增加 6.40 亿元，主要是 Teenie Weenie 资产转让款项剩余应付的尾款。

公司短期借款主要为信用借款和票据贴现，2015 年~2017 年末，公司短期借款分别为 0.28 亿元、0.30 亿元和 3.86 亿元，其中 2017 年末短期借款大幅增加 3.56 亿元，主要是新增银行贷款 3.56 亿元，主要用以支付并购资金的本息。

2015 年~2017 年末，公司应付账款分别为 0.33 亿元、0.31 亿元和 1.74 亿元，其中 2017 年末应付账款大幅增长 460.61%，主要系 Teenie Weenie 业务中的应付账款纳入合并范围所致。

2. 非流动负债

2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 0.19 亿元、0.20 亿元和 32.70 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司非流动负债 28.01 亿元，主要由长期借款构成，占比为 99.24%。

2015 年末和 2016 年末公司无长期借款，2017 年，公司新增长期借款 32.70 亿元，主要用于收购韩国衣恋集团旗下 Teenie Weenie 品牌的业务和资产。2018 年 3 月末，公司长期借款为 27.80 亿元，较 2017 年末有所下降，主要系公司偿还部分招商银行银团贷款¹⁸本金和杭州金投维格贷款本金所致。

表 20：截至 2018 年 3 月末公司长期借款明细

单位：亿元、%

序号	借款债权人	金额	利率	借款到期日	抵/质押物
1	招商银行银团	11.38	4.75	2020/3/9	公司的土地使用/房屋所有权、Teenie Weenie 股权；实际控制人持有的 3000 万股维格娜丝股票、
2	杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）	0.10	8.00	2022/1/22	实际控制人持有的 5600 万股维格娜丝股票；
3	杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）	16.32	8.00	2022/2/8	
-	合计	27.80	-	-	-

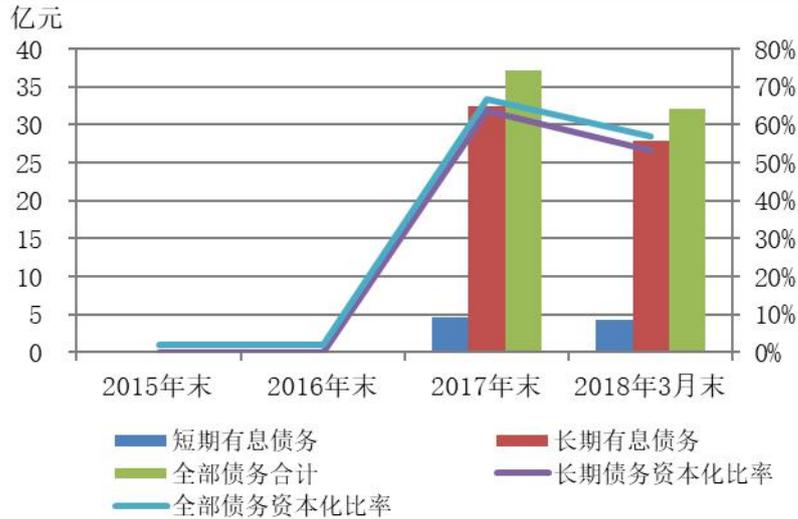
资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁸ 招商银行银团包括招商银行、江苏银行、南京银行。

3. 有息债务

2015年~2017年末，公司资产负债率分别为8.80%、8.59%和71.97%；全部债务资本化比率分别为1.96%、2.02%和66.70%；公司全部债务分别为0.28亿元、0.30亿元和37.15亿元，2015年和2016年公司债务负担很小，2017年以来公司整体债务规模增长显著，主要系公司收购Teenie Weenie增加长期借款所致。

图5：公司2015年~2017年末及2018年3月末债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2018年3月末，公司资产负债率为62.86%。全部债务为32.07亿元，其中短期有息债务和长期有息债务占比分别为13.32%和86.68%。长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为53.27%和56.81%，较2017年末略有下降。

4. 对外担保

截至2018年3月末，公司无对外担保。

盈利能力

受益于收购Teenie Weenie品牌及相关资产和业务，2017年公司收入和利润总额显著增长，获利能力较强，但期间费用规模较大，对利润形成一定挤占

公司营业收入主要来自服装业务，2015年~2017年，公司营业收入分别为8.24亿元、7.44亿元和25.64亿元，受益于收购Teenie Weenie品牌及相关资产和业务，2017年公司营业收入显著增长。同期，公司营业利润率分别为69.09%、68.73%和69.10%，处于较高水平，获利能力较强。

图 6：公司 2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用分别为 4.35 亿元、4.07 亿元和 14.51 亿元，占营业收入的比重分别为 52.81%、54.65%和 56.60%，占比较高。公司期间费用以销售费用为主，2017 年，公司销售费用较上年增加 225.86%、管理费用较上年增加 120.38%，主要因收购 Teenie Weenie 合并报表影响所致。公司财务费用主要为公司收购 Teenie Weenie 项目贷款产生的利息支出。公司期间费用规模较大，对利润形成一定挤占。

表 21：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
销售费用	3.56	3.08	10.05	2.83
管理费用	0.95	1.04	2.29	0.70
财务费用	-0.16	-0.06	2.17	0.60
合计	4.35	4.07	14.51	4.14
占营业收入比重	52.81	54.65	56.60	54.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 1.51 亿元、1.32 亿元和 3.15 亿元；净利润分别为 1.12 亿元、1.00 亿元和 2.22 亿元。受益于收购 Teenie Weenie，2017 年以来利润总额增长较快。

2015 年~2017 年，公司投资收益分别为 0.00 亿元、0.08 亿元和 0.05 亿元；同期，公司营业外收入分别为 0.21 亿元，0.18 亿元和 0.18 亿元，公司利润总额对投资收益及营业外收入的依赖不大。

2015 年~2017 年，总资本收益率分别为 8.03%、6.78%和 7.90%；净资产收益率分别为 8.43%、7.08%和 12.28%。

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 7.54 亿元，营业利润率为 68.57%，利润总额为 1.05 亿元，净利润为 0.77 亿元。

现金流

近三年，公司经营活动产生的现金流保持净流入，2017年因收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，投资活动现金流大幅净流出，所需资金主要依赖于对外融资

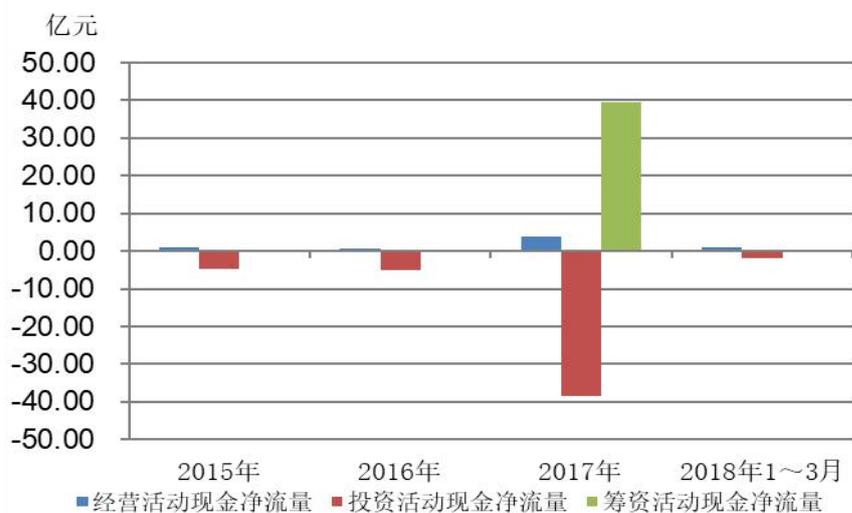
2015年~2017年，公司经营活动产生的现金流保持净流入，经营性现金流净额分别为1.15亿元、0.78亿元和3.79亿元，波动增加；经营活动现金流入额分别为10.07亿元、9.13亿元和28.42亿元，主要为销售商品收到的现金；经营活动现金流出额分别为8.92亿元、8.35亿元和24.63亿元，主要为购买商品及支付其他经营活动有关的现金。2017年，公司经营性现金流入增长较大，主要系本年度合并范围增加所致。

投资活动方面,2015年~2017年公司投资活动产生的现金流净额分别为-4.69亿元、-5.11亿元和-38.30亿元，其中2017年投资活动现金流出规模较大，主要是为收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务支付的现金。

筹资活动方面,2015年~2017年公司筹资活动产生的现金流净额分别为-0.23亿元、-0.17亿元和39.39亿元，2017年筹资活动现金净流入较多，主要为收购 Teenie Weenie 取得的借款。

2018年1~3月，公司经营性净现金流为1.02亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.94亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.23亿元。

图7：公司2015年~2017年及2018年1~3月现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2015年~2017年及2018年1~3月，公司流动比率分别为1129.69%、735.20%、150.94%和164.48%；速动比率分别为892.02%、509.35%、103.55%和113.13%。2015年~2017年，公司经营现金流动负债比分别为100.92%、66.01%和25.41%。

从长期偿债能力来看，近三年公司EBITDA利息倍数分别为338.77倍、261.16倍和2.79倍，全部债务/EBITDA倍数分别为0.14倍、0.18倍和6.12倍。

表22：公司偿债能力情况

指标	2015年	2016年	2017年	2018年3月
流动比率(%)	1129.69	735.20	150.94	164.48
速动比率(%)	892.02	509.35	103.55	113.13
经营现金流负债比(%)	100.92	66.01	25.41	-
EBITDA利息倍数(倍)	338.77	261.16	2.79	-
全部债务/EBITDA(倍)	0.14	0.18	6.12	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2018年4月18日，公司无不良履约记录。

本期债券偿债能力

本期可转债募集资金总额不超过8.80亿元，拟扣除发行费用后用于项目投资。截至2018年3月末，公司全部债务和负债总额分别为32.07亿元和41.27亿元，以最大发行金额8.80亿元测算，在转股前本期可转债相当于公司全部债务和负债总额的27.44%和21.33%，对公司债务规模影响较大。

本期可转债在发行后满6个月即可转换成维格娜丝A股股票，若本期可转债持有人全部选择转股，则本期可转债将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息。若本期可转债持有人全部持有到期不转股，则公司对本期可转债的还本付息压力最大。

以2017年相关财务数据为基础，假设本期可转债发行金额为8.80亿元且持有人均持有到期，则公司对本期可转债的保障能力如下表所示。

表23：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2015年	2016年	2017年
EBITDA/本期发债额度	0.23	0.19	0.69
经营活动现金流入偿债倍数	1.14	1.04	3.23
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.13	0.09	0.43
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.40	-0.49	-3.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2018年3月末，公司长期有息债务为27.80亿元，全部为长期借款，大多将于2020年和2022年到期，利率区间为4.75%~8.00%。本期债券期限为6年，若全部持有到期，到期兑付日将不早于2024年。由于长期债务到期期限与本期债券到期期限有一定错配，故对本期债券的到期本息兑付影响较小。

在本期债券存续期内，公司长期债务的偿还压力主要来自长期借款和本期债券的到期偿还。如本期可转债以最大金额发行，且持有人均持有到期，公司存在一定的集中偿还风险。

表24：本期债券存续期内公司长期债务期限结构情况¹⁹

单位：亿元

债务到期时间	长期借款	本期债券	合计
2020年	11.38	-	11.58
2022年	16.42	-	16.42
2024年	-	8.80	8.80
合计	27.80	8.80	36.80

资料来源：公司提供，东方金诚整理

抗风险能力及结论

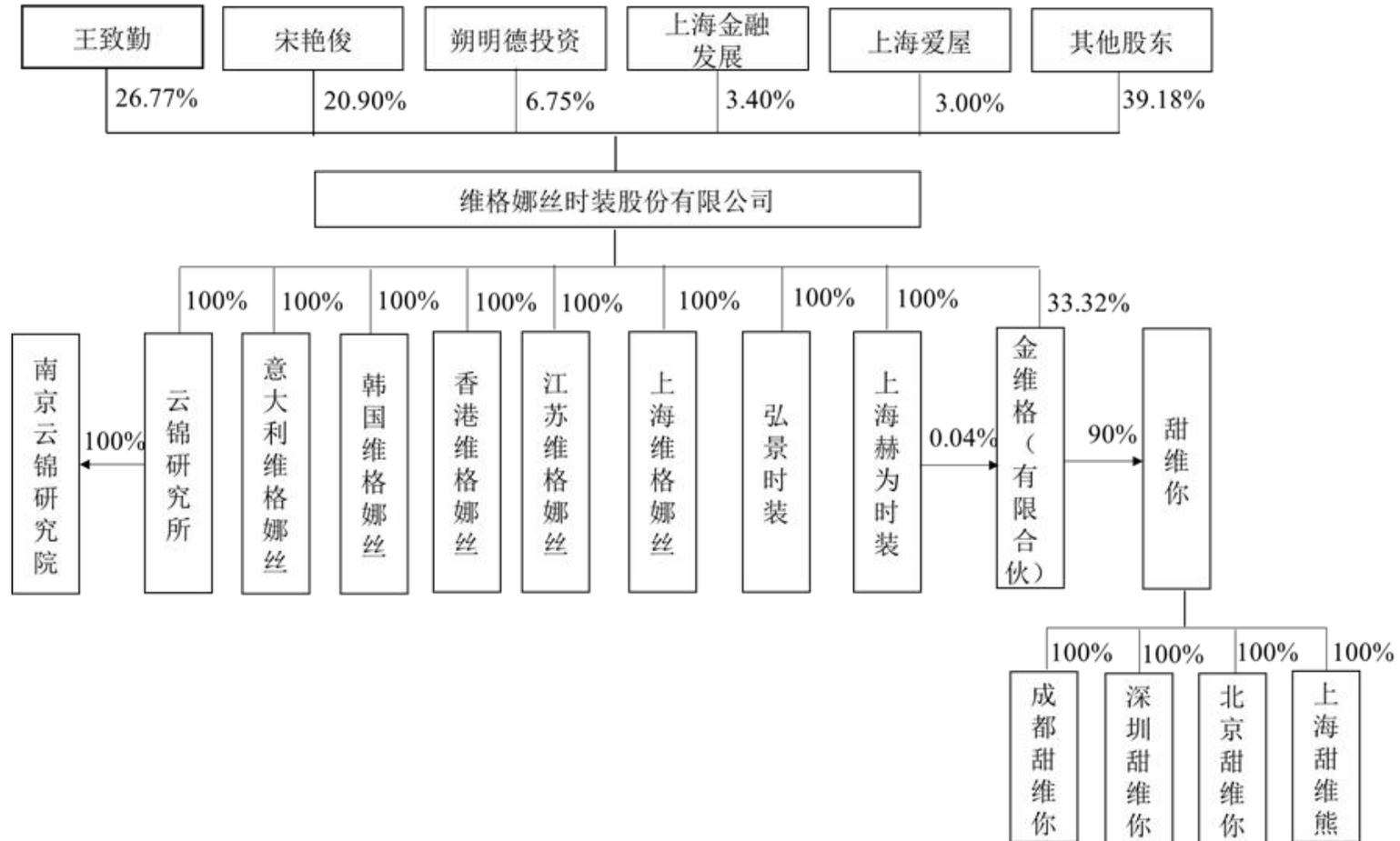
公司是国内较知名女装企业，产品自主研发设计能力较强，旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”知名度较高，具有较强市场竞争实力；VGRASS品牌店铺主要开设在一线城市及购买力较强的省会和二线城市的百货商场内，近年来单店销售额持续上升；受益于收购Teenie Weenie品牌及相关资产和业务，2017年公司收入和利润总额显著增长；2018年2月公司完成非公开发行股份，资本实力有所增强。

同时，东方金诚也关注到，国内女装市场竞争较为激烈，公司盈利能力稳定性易受行业景气度波动的影响；近年来原材料价格波动和劳务成本上升对公司成本控制造成较大压力；公司资产中商誉和无形资产占比较高且规模较大，若未来Teenie Weenie品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临商誉和无形资产的减值风险；公司期间费用规模较大，对利润形成一定挤占；2017年以来，公司有息债务规模增长较快，债务负担显著增加；控股股东、实际控制人所持上市公司股份质押比例较高。

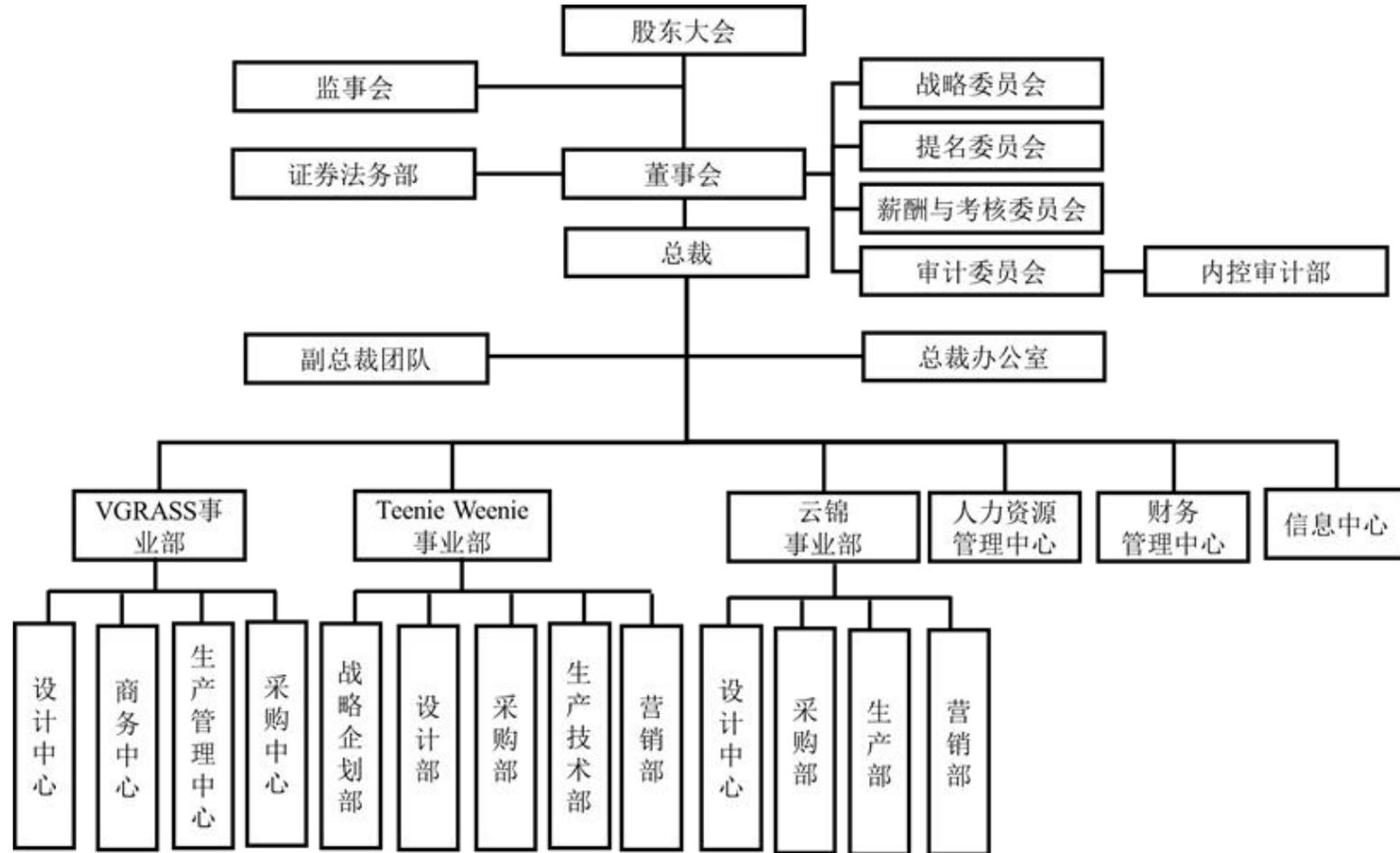
东方金诚评定维格娜丝主体信用等级为AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AA。

¹⁹ 假设本期债券2018年发行，发行期限6年。

附件一：截至 2018 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年 3 月末公司一级子公司情况

单位：万元、%

序号	企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	南京弘景时装实业有限公司	3617.05	100	生产型公司
2	上海维格娜丝时装有限公司	1000.00	100	设计、贸易型
3	维格娜丝韩国有限公司	10000.00(韩元)	100	设计、贸易型
4	江苏维格娜丝时装有限公司	500.00	100	设计、贸易型
5	上海赫为时装有限公司	2000.00	100	进出口贸易
6	维格娜丝香港有限公司	2000.00(港元)	100	设计、贸易型
7	南京云锦研究所有限公司	5000.00	100	生产、贸易型
8	维格娜丝意大利有限公司	4.00(欧元)	100	设计、贸易型
9	南京金维格服装产业投资合伙企业(有限合伙)	270100.00	- ²⁰	投资

资料来源：公司提供，东方金诚整理

²⁰ 该公司由维格娜丝全资子公司上海赫为时装有限公司认缴出资 100 万元，比例为 0.0370%，为普通合伙人；维格娜丝认缴出资 90000 万元，比例为 33.3210%，为有限合伙人；杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）认缴出资 180000 万元，比例为 66.6420%，为有限合伙人。

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	57312.31	13490.51	66137.46	50970.52
交易性金融资产	28712.54	21925.01	9937.72	9455.36
应收账款	6126.53	5778.05	52718.64	54554.14
预付款项	1026.84	1136.83	3336.43	3857.22
应收利息	-	-	9.70	-
其他应收款	1471.44	2324.78	4133.92	4573.80
存货	26982.84	26530.20	70703.48	68052.69
其他流动资产	6621.17	15178.15	18235.58	26528.30
流动资产合计	128253.67	86363.54	225212.93	217992.03
非流动资产：				
固定资产	10476.80	10095.75	10212.96	9937.56
工程物资	108.24	76.74	61.00	84.85
在建工程	463.62	994.75	2045.72	2836.51
固定资产清理	4.18	15.01	13.80	14.16
无形资产	2816.46	2813.41	152568.61	152473.48
商誉	3207.73	3207.73	252599.91	252599.91
长期待摊费用	3087.65	2565.54	10461.49	10445.56
递延所得税资产	2336.21	3537.91	8318.84	9643.39
其他非流动资产	162.91	50026.63	163.77	448.54
非流动资产合计	22663.79	73333.45	436446.11	438483.96
资产总计	150917.47	159696.99	661659.04	656475.99

附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	2756.50	3000.00	38590.28	42715.28
应付票据	-	7.00	-	-
应付账款	3316.39	3095.66	17354.73	12020.68
预收款项	503.23	682.36	1330.85	2106.47
应付手续费及佣金	55.64	56.20	110.21	134.56
应付职工薪酬	1752.01	1807.09	6360.01	5263.82
应交税费	2002.63	1940.32	10747.22	5078.08
应付利息	1.76	4.03	765.32	674.91
其他应付款	964.87	1154.26	65247.75	63723.62
一年内到期的非流动负债	-	-	8015.90	-
其他流动负债	-	-	682.98	815.92
流动负债合计	11353.02	11746.92	149205.23	132533.34
非流动负债：				
长期借款	-	-	324896.13	277994.09
长期应付职工薪酬	86.05	40.74	16.68	16.68
递延收益	150.00	83.33	575.57	631.04
递延所得税负债	1685.20	1853.27	1501.19	1477.87
非流动负债合计	1921.25	1977.34	326989.57	280119.68
负债合计	13274.27	13724.26	476194.80	412653.02
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	14798.00	14798.00	15229.16	18055.40
资本公积	74053.20	74053.20	79968.20	127806.45
减：库存股	-	-	5661.08	5661.08
其他综合收益	-11.78	-6.20	-64.50	-41.07
盈余公积	5373.32	5809.24	5809.24	5809.24
未分配利润	43423.38	51318.49	68802.87	75315.51
归属母公司所有者权益合计	137636.13	145972.73	164083.89	221284.45
少数股东权益	7.06	-	21380.35	22538.51
股东权益合计	137643.19	145972.73	185464.24	243822.97
负债与股东权益合计	150917.47	159696.99	661659.04	656475.99

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 1~3 月 (未经审计)
一、营业总收入	82435.18	74431.72	256414.28	75401.40
其中：营业收入	82435.18	74431.72	256414.28	75401.40
减：营业成本	24457.93	22153.96	77732.02	23412.52
税金及附加	1018.78	1117.78	1501.40	288.40
销售费用	35631.89	30840.75	100498.23	28349.60
管理费用	9487.59	10408.68	22938.74	7032.39
财务费用	-1581.43	-571.67	21700.77	6007.88
资产减值损失	577.02	937.83	995.89	-34.74
加：公允价值变动收益	164.22	1212.48	-1714.77	-482.36
投资收益	43.20	762.49	529.25	77.80
资产处置收益	-16.46	-9.46	-19.53	12.41
二、营业利润	13034.36	11509.89	29842.17	9953.20
加：营业外收入	2065.17	1849.17	1823.53	516.36
减：营业外支出	14.53	112.69	205.05	15.71
三、利润总额	15085.01	13246.37	31460.65	10453.86
减：所得税	3874.59	3212.22	9237.85	2783.04
四、净利润	11210.42	10034.15	22222.80	7670.81
归属于母公司所有者的净利润	11211.31	10032.79	18993.77	6512.65
少数股东损益	-0.89	1.36	3229.03	1158.16

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 1~3 月 (未经审计)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	96587.77	88282.04	280172.15	86758.52
收到税费返还	220.26	-	-	763.63
收到的其他与经营活动有关的现金	3870.37	2989.53	3999.36	981.60
经营活动现金流入小计	100678.40	91271.57	284171.51	88503.75
购买商品、接受劳务支付的现金	28193.13	23854.75	97748.28	27463.43
支付给职工以及为职工支付的现金	26866.79	23950.81	59588.81	19166.70
支付的各项税费	15351.84	14786.34	21741.12	11343.46
支付的其他与经营活动有关的现金	18809.23	20925.49	67175.66	20334.02
经营活动现金流出小计	89220.98	83517.39	246253.87	78307.61
经营活动产生的现金流量净额	11457.42	7754.18	37917.64	10196.14
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	28221.33	127600.00	313000.00	44635.00
取得投资收益所收到的现金	280.98	865.74	965.34	117.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	6.88	13.57	79.65	0.88
投资活动现金流入小计	28509.19	128479.31	314044.99	44752.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2484.14	2326.97	12212.79	5074.88
投资所支付的现金	60916.76	177126.63	247250.00	59068.00
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	11988.12	-	437499.62	-
支付的其他与投资有关的现金	35.02	102.68	69.26	3.12
投资活动现金流出小计	75424.03	179556.27	697031.67	64146.00
投资活动产生的现金流量净额	-46914.85	-51076.97	-382986.68	-19393.05
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	-	-	51506.65	50276.20
取得借款所收到的现金	5583.00	6939.36	385434.44	25000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	613.00
筹资活动现金流入小计	5583.00	6939.36	436941.10	75889.20
偿还债务所支付的现金	5526.50	6911.05	18000.00	72507.26

分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2280.76	1761.99	20987.88	5665.95
支付其他与筹资活动有关的现金	67.30	-	4080.00	-
筹资活动现金流出小计	7874.56	8673.04	43067.88	78173.21
筹资活动产生的现金流量净额	-2291.56	-1733.68	393873.21	-2284.01
四、汇率变动对现金的影响额	-35.56	50.83	5.37	-10.35
五、现金和现金等价物净增加额	-37784.55	-45005.64	48809.54	-11491.26

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年末	2016 年末	2017 年末
1、净利润	11210.42	10034.15	22222.80
资产减值准备	577.02	937.83	995.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	629.08	845.99	1184.41
无形资产摊销	160.33	290.54	363.43
长期待摊费用摊销	4090.76	1875.73	5860.66
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	16.46	9.46	19.53
固定资产报废损失	-	-	77.97
公允价值变动损失（减：收益）	-164.22	-1212.48	1714.77
财务费用	88.15	221.90	21909.12
投资损失	-43.20	-762.49	-529.25
递延所得税资产减少	352.20	-1201.70	-3806.56
递延所得税负债增加	-31.23	168.07	-352.08
存货的减少	-2800.94	-158.33	-10807.37
经营性应收项目的减少	-2065.45	-2197.28	-22527.28
经营性应付项目的增加	-561.96	-1097.21	20906.53
其他	-	-	685.07
经营活动产生的现金流量净额	11457.42	7754.18	37917.64
2、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	57306.80	12301.15	61110.69
减：现金的期初余额	95091.34	57306.80	12301.15
现金及现金等价物净增加额	-37784.55	-45005.64	48809.54

附件八：公司主要财务指标

项 目	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	69.09	68.73	69.10	68.57
总资产收益率 (%)	8.03	6.78	7.90	-
净资产收益率 (%)	8.43	7.08	12.28	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	8.80	8.59	71.97	62.86
长期债务资本化比率 (%)	-	-	63.66	53.27
全部债务资本化比率 (%)	1.96	2.02	66.70	56.81
流动比率 (%)	1129.69	735.20	150.94	164.48
速动比率 (%)	892.02	509.35	103.55	113.13
经营现金流流动负债比 (%)	100.92	66.01	25.41	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	338.77	261.16	2.79	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.14	0.18	6.12	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-12.86	-14.41	-0.93	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-599.86	-693.23	-15.85	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	-	12.50	8.77	-
存货周转次数 (次)	-	0.83	1.60	-
总资产周转次数 (次)	-	0.48	0.62	-
现金收入比 (%)	117.17	118.61	109.27	115.06
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	5.82	109.39	-
净资产年平均增长率	-	6.05	16.08	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	-9.71	76.37	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-12.19	44.46	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.23	0.19	0.69	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	1.14	1.04	3.23	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.13	0.09	0.43	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.40	-0.49	-3.92	-

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
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	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})$
净资产收益率	$\text{净利润}/[(\text{期初净资产}+\text{期末净资产})/2+\text{当期发行新股或配股新增净资产}\times(\text{缴款结束日下月份至期末的月份数}-6)/12]\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n年数据: $\text{增长率}=[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券发行额	$\text{EBITDA}/\text{本期债券发行额}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：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，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。

关于维格娜丝时装股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“维格娜丝时装股份有限公司公开发行可转换公司债券”的存续期内密切关注维格娜丝时装股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在维格娜丝时装股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向维格娜丝时装股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，维格娜丝时装股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如维格娜丝时装股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018年5月15日

