

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]030 号

维格娜丝时装股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“维格转债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“维格转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年五月三十一日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]030 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对维格娜丝时装股份有限公司及其发行的“维格转债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持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；同时维持“维格转债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年五月三十一日



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。
- 2019年维格娜丝时装股份有限公司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

2019年5月31日



维格娜丝时装股份有限公司主体及 “维格转债” 2019年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】030号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2019年5月31日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2018年5月15日

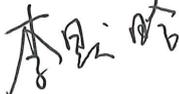
债项概况

债项简称：“维格转债”
发行金额：7.46亿元
存续期：2019年1月24日至
2025年1月24日
偿还方式：每年付息一次，到
期一次还本，最后一期利息随
本金的兑付一起支付

评级小组负责人

熊 璿 

评级小组成员

李默晗 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-62299803
地址：北京市朝阳区朝外西街3号
兆泰国际中心C座12层100600

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”）认为，维格娜丝时装股份有限公司（以下简称“维格娜丝”或“公司”）是国内知名服装企业，跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”维持较高知名度，产品设计能力仍较强；2018年，VGRASS品牌渠道档次及店效继续提升，销售均价及销量均有所增长，业务收入有所增加；受益于收购Teenie Weenie品牌及相关资产和业务，2018年，公司收入及利润总额有所增长。

同时，东方金诚也关注到，我国服装行业竞争较为激烈，且面临渠道变化和国际品牌的冲击；跟踪期内，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；跟踪期内，公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若未来Teenie Weenie品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临一定减值风险；2019年一季度公司销售收入有所下降，期间费用增加，盈利能力下滑；公司债务负担仍较高，主要是实际控制人质押股份为公司提供担保的长期借款，实际控制人所持上市公司股份质押比例仍较高。

东方金诚维持维格娜丝主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“维格转债”的信用等级为AA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2019年5月31日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2018年5月15日

债项概况

债项简称：“维格转债”
发行金额：7.46亿元
存续期：2019年1月24日至
2025年1月24日
偿还方式：每年付息一次，到
期一次还本，最后一期利息随
本金的兑付一起支付

评级小组负责人

熊 璿 

评级小组成员

李默晗 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-62299803
地址：北京市朝阳区朝外西街3号
兆泰国际中心C座12层100600

主要数据和指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 1~3月
资产总额(亿元)	15.97	66.17	66.40	67.74
所有者权益(亿元)	14.60	18.55	26.68	28.39
全部债务(亿元)	0.30	37.15	30.65	31.25
营业收入(亿元)	7.44	25.64	30.86	6.88
利润总额(亿元)	1.32	3.15	4.33	0.29
EBITDA(亿元)	1.63	6.06	7.81	-
营业利润率(%)	68.73	69.10	68.56	66.82
净资产收益率(%)	6.87	11.98	11.65	-
资产负债率(%)	8.59	71.97	59.82	58.10
全部债务资本化比率(%)	2.02	66.70	53.46	52.40
流动比率(%)	735.20	150.94	183.05	260.65
全部债务/EBITDA(倍)	0.18	6.13	3.92	-
EBITDA利息倍数(倍)	261.16	2.78	3.30	-

注：表中数据来源于2016年~2018年经审计的公司合并财务报告及2019年1~3月未经审计的公司合并财务报表。

优势

- 公司是国内知名服装企业，跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”维持较高知名度，产品设计能力仍较强；
- 2018年，VGRASS品牌渠道档次及店效继续提升，销售均价及销量均有所增长，业务收入有所增加；
- 受益于收购Teenie Weenie品牌及相关资产和业务，2018年，公司收入及利润总额有所增长。

关注

- 我国服装行业竞争较为激烈，且面临渠道变化和国际品牌的冲击；
- 跟踪期内，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；
- 跟踪期内，公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若未来Teenie Weenie品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临一定减值风险；
- 2019年一季度公司销售收入有所下降，期间费用增加，盈利能力下滑；
- 公司债务负担仍较高，主要是实际控制人质押股份为公司提供担保的长期借款，实际控制人所持上市公司股份质押比例仍较高。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2019 年维格娜丝时装股份有限公司可转换公司债券的跟踪评级安排，东方金诚基于维格娜丝时装股份有限公司（以下简称“维格娜丝”或“公司”）提供的 2018 年度审计报告、2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

维格娜丝主营服装设计、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。截至本报告出具日，公司总股本为 18026.60 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上市公司，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“元先”牌系列云锦产品。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。

截至 2019 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 67.74 亿元，所有者权益为 28.39 亿元，资产负债率为 58.10%。2018 年和 2019 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 30.86 亿元和 6.88 亿元，利润总额 4.33 亿元和 0.29 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2018]1971”号核准，公司于 2019 年 1 月发行 7.46 亿元可转换公司债券，债券简称“维格转债”，票面利率为第一年 0.50%，第二年 0.70%，第三年 1.00%，第四年 1.50%，第五年 2.00%，第六年 2.50%。起息日为 2019 年 1 月 24 日，到期日为 2025 年 1 月 24 日。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

维格转债转股日期自 2019 年 7 月 30 日至 2025 年 1 月 23 日，初始转股价格为

14.96元/股。转股价格的调整方式：若公司发生派送红股、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，将进行转股价格的调整。

截至2019年3月末，本期债券募集资金7.46亿元已按照募集资金承诺用途使用，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4527.21万元，智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台2924.94万元，补充流动资金13000.00万元，剩余5.24亿元尚未使用。本期债券尚未到付息日。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019年一季度宏观经济运行好于预期，GDP增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度GDP增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3月国内生产总值为213433亿元，同比增长6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.3个百分点。其中，3月工业增加值同比增长8.5%，较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于

进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多增。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

公司主营服装设计、生产及销售业务，属于服装行业。

服装行业

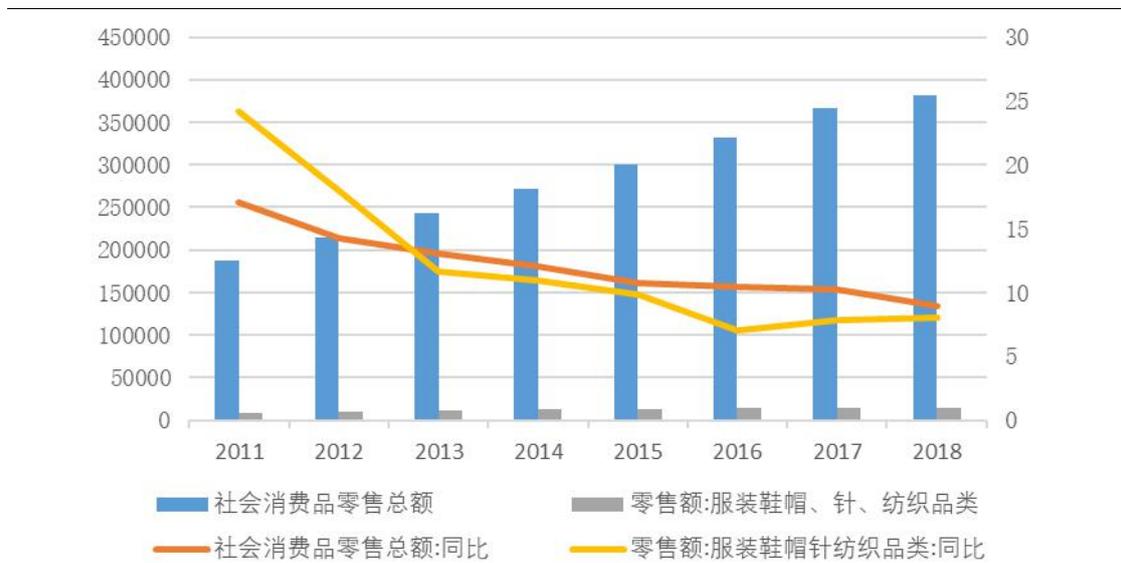
2018年，我国服装行业需求增速整体放缓，行业收入及盈利能力有所下降

2018年，经历了上年消费整体回暖带来的恢复性增长后，我国服装行业市场增速整体呈现放缓的趋势。根据国家统计局发布的统计数据，2018年，我国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年下降1.2个百分点；服装鞋帽类零售额达到1.37万亿元，同比增长8.0%，增速较2017年下滑1.12个百分点。根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心共同发布的数据来看，2018年我国服装零售额累计增长0.9%，增速较上年下降4.5个百分点，其中，男装累计增长0.4%，女装增长0.9%，童装增长6.7%，增速较去年均呈放缓趋势。

2018年居民人均消费支出19853元，同比增长8.4%。其中，人均衣着消费支出1289元，同比增长4.1%，增速略有上升，但受医疗、教育、服务等项目上的开支增加影响，我国居民服装消费支出的增长低于消费支出增长水平。

图1:近年来我国服装鞋帽类零售额增长情况

单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

我国是世界第一大服装生产国，服装行业存在结构性产能过剩。服装行业中人工成本一般占制造成本较高，近年来我国劳动力成本不断上升，使得服装企业面临一定的成本控制压力。2018年，在需求增速下行和我国劳动力成本上升的背景下，我国服装行业收入增速回落，盈利能力有所下滑，2018年我国纺织服装、服饰行业实现主营业务收入17106.60亿元，较上年下降4.10%；实现利润总额1006.80亿元，较上年下降10.80%。

我国服装行业竞争较为激烈，且仍面临渠道变化和国际品牌的冲击

服装行业是市场化程度较高、竞争较为激烈的行业，我国服装行业的市场格局较为分散，行业前十大品牌的市场占有率不足 10%，尚未形成具有绝对优势的领导企业。

表 1:2018 年我国服装行业部分上市公司财务概况

单位：亿元、%

公司名称	主要产品	资产总额	所有者权益	营业收入	综合毛利率	利润总额
维格娜丝	高端女装等	66.40	26.68	30.86	69.05	4.33
朗姿股份有限公司	高端女装等	72.82	42.84	26.62	57.95	2.27
安正时尚集团股份有限公司	高端女装	36.90	27.89	16.49	63.27	3.20
深圳歌力思服饰股份有限公司	高端女装	36.61	26.73	24.36	68.21	5.58

资料来源：公开资料，东方金诚整理

电子商务的飞速发展逐步改变了居民的消费模式，网络购物成为服装消费一大趋势。近年来，我国服装网络购物市场保持着 40%以上增速。由于我国服装行业的市场格局分散，除运动品牌外，消费者品牌忠诚度普遍较低，同时网络线上销售降低了众多中小服装企业的广告宣传费用，因此可供消费者在网络平台选择的服装品牌明显增多，从而对利用实体门店进行销售的传统模式带来一定冲击。受此影响，国内众多服装品牌运营商均开始向线上线下融合的 O2O 运营模式转型。

由于看好国服装市场的发展潜力，越来越多的国际服装品牌进军国内市场。与国内品牌相比，国际品牌服饰具有强大的品牌号召力、快速的反应能力、卓越的全球资源整合能力以及较成熟的快时尚品牌文化，因此，国际企业的国内市场份额逐年增加，对国内服装品牌，尤其是对在一、二线城市布局的服装企业形成较大的冲击。随着国际品牌对国内服装市场的不断拓展，以及逐渐向三、四线城市下沉，服装企业竞争压力仍将持续并加大。

随着国内人均可支配收入的不断提高，消费者对服装的需求也逐步发生转变，对于服装已由简单的追求保暖转向对设计、时尚等品牌价值的追求，服装市场产品的差异化逐渐明显。消费者对服装产品细分化需求的不断提高也推动了服装零售企业对产品的不断调整和创新。未来，产品定位清晰，并且能够进行产品创新和产品差异化经营的服装企业将具备较好的竞争力。

业务运营

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，2018 年公司主营业务收入和毛利润有所增长，毛利率仍保持较高水平

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。2017 年 3 月，公司收购 Teenie Weenie 品牌及其相关资产和业务并表，截至 2019 年 3 月末，公司共有“VGRASS”、云锦产品“元先”和“Teenie Weenie”

三个品牌，其中云锦产品收入占比较小。

2018年，公司实现主营业务收入30.79亿元，较上年增长20.37%，主要系VGRASS女装销售收入增长以及Teenie Weenie品牌仍存在并表效应所致。从收入构成来看公司主营业务收入仍主要来自来自VGRASS品牌女装和Teenie Weenie品牌服装的销售，2018年收入占比分别为28.01%和71.24%。

表2：2016年~2018年及2019年1~3月公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

产品	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
VGRASS 女装	7.16	96.30	7.92	30.96	8.62	28.01	1.84	26.83
云锦产品	0.27	3.70	0.22	0.86	0.23	0.75	0.05	0.69
Teenie Weenie 服装	-	-	17.44	68.18	21.93	71.24	4.98	72.48
合计	7.44	100.00	25.58	100.00	30.79	100.00	6.87	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年，公司主营业务毛利润为21.28亿元，较上年增长19.35%。主营业务综合毛利率为69.10%，较上年下降0.61个百分点，盈利仍保持较好水平。

表3：2016年~2018年及2019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	2016年		2017年		2018年		2019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	5.04	70.31	5.55	70.12	5.93	68.78	1.24	67.35
云锦产品	0.19	69.08	0.15	69.87	0.17	71.40	0.03	71.96
Teenie Weenie 服装	-	-	12.12	69.52	15.18	69.21	3.35	67.28
合计	5.23	70.27	17.83	69.71	21.28	69.10	4.63	67.33

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年1~3月，公司实现主营业务收入6.87亿元，同比下降8.78%；主营业务毛利润4.63亿元，同比下降10.79%；主营业务毛利率67.33%，同比减少1.60个百分点。

公司是国内知名服装企业，跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”维持较高知名度，产品设计能力仍较强

公司是国内知名服装企业，旗下品牌包括维格娜丝（VGRASS）品牌女装、云锦产品“元先”和Teenie Weenie品牌服装，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。跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”知名度仍较高。

公司重视产品研发，自主设计能力较强。公司分别在韩国首尔、意大利米兰、上海、南京拥有4个服装研发设计中心。截至2018年末，公司拥有设计人员406人，占公司总人数的比例为16.50%。2018年，公司投入设计研发费用1.04亿元，同比增长10.81%，占营业收入比重为3.38%。跟踪期内，公司与国际知名时尚创意

总监 Rodolfo Paglialunga 联合推出融合中西元素的 VGRASS 升级品牌 VGRASS STUDIO, 在米兰开设首家实验概念店, 并在米兰时装周发布 2019 秋冬系列成衣, 品牌的设计能力与国际影响力有望提升。

1. VGRASS 品牌女装

2018 年, VGRASS 品牌渠道档次及店效继续提升, 销售均价及销量均有所增长, 业务收入有所增加

VGRASS 女装产品主要包括裙子、外套、上衣及其他服装、配饰等。跟踪期内, VGRASS 品牌女装销售渠道仍以线下直营门店销售为主。截至 2019 年 3 月末, VGRASS 门店数量 152 家, 其中直营店 150 家, 加盟店 2 家, 公司以线下直营百货商场门店为主。跟踪期内, 公司持续调整 VGRASS 渠道、提高品牌档次, 陆续关闭与品牌形象不符的低端店铺, 并在成都 IFS、北京 SKP 等高端购物中心新开门店。2018 年 VGRASS 关闭门店 18 家, 新开门店 11 家。2018 年品牌店铺月平均营业收入 44.22 万元, 同比增长 20.15%。品牌渠道档次及店效继续提升。

表 4: 2016 年~2018 年及 2019 年 3 月末 VGRASS 品牌门店情况

单位: 家、平方米、万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
门店数量	189	162	153	152
其中: 直营店	179	158	151	150
加盟店	10	4	2	2

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2018 年, 受渠道进一步拓展等因素影响, VGRASS 品牌服装销售量为 50.99 万件, 较上年增长 4.75%, 产销率为 107.20%, 较上年增加 14.58 个百分点。

表 5: 2016 年~2018 年 VGRASS 品牌女装产销情况

单位: 万件、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量 ¹	50.10	52.55	47.56
销量	55.77	48.68	50.99
产销率	111.30	92.62	107.20

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

由于 VGRASS 品牌持续提档, 跟踪期内, VGRASS 品牌女装裙子、外套、上衣和其他品类的销售均价继续有所增加。受销量及销售均价增长影响, 2018 年, VGRASS 品牌服装销售收入为 8.62 亿元, 较上年增长 8.91%。2019 年 1~3 月, VGRASS 销售收入 1.84 亿元。

¹ 包括自有基地生产的数量和外包生产的数量。

表 6：2016 年~2018 年 VGRASS 品牌女装销售情况

单位：万件、元/件

项目	2016 年	2017 年	2018 年	
裙子	销售均价（元/件）	1309	1671	1743
	销售数量（万件）	28.44	23.80	24.00
外套	销售均价（元/件）	1846	2345	2572
	销售数量（万件）	8.59	7.95	7.23
上衣	销售均价（元/件）	962	1176	1214
	销售数量（万件）	14.19	12.61	15.08
其他	销售均价（元/件）	1077	1378	1603
	销售数量（万件）	4.56	4.32	4.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

结算方面，商场门店²由公司按月与百货商场结算，购物中心和奥特莱斯店一般由公司即时与顾客结算。2018 年，VGRASS 品牌女装前五大客户销售额占比为 20.08%，客户集中度不高。

表 7：2018 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
百联集团	4118.38	4.78
大商集团	3885.95	4.51
王府井集团	3729.41	4.32
茂业集团	2936.52	3.41
友谊集团	2648.13	3.07
合计	17318.40	20.08

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，VGRASS 女装原材料采购均价有所上升，成本控制压力有所增加

VGRASS 品牌女装采用自制生产、委托加工和定制生产三种模式组织生产³，对于委托加工的服装，公司提供原材料并按照工时给付加工费。跟踪期内，VGRASS 品牌女装生产仍以委托加工为主，2018 年委托加工服装入库金额占比为 70.23%。

VGRASS 女装生产的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。跟踪期内，VGRASS 主面料和毛纱的采购均价均有所上升，公司成本控制压力有所增加。2018 年，VGRASS 女装毛利润为 5.93 亿元，综合毛利率为 68.78%，较上年下降 1.34 个百分点；2019 年 1~3 月，毛利润为 1.24 亿元，综合毛利率为 67.35%，较上年继续下降 1.43 个百分点，受原材

² 即公司与百货商场签订协议后在百货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。

³ 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。

料及人工价格上涨等因素的影响，跟踪期内 VGRASS 女装业务获利能力有所下降。

表 8：2016 年~2018 年 VGRASS 品牌女装主要原材料采购情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	
主面料	采购均价 ⁴ （元/米）	119.12	121.68	121.76
	采购数量（万米）	71.30	85.52	82.13
毛纱	采购均价（元/千克）	240.40	271.70	301.69
	采购数量（千克）	41945.30	48960.32	60349.83

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。2018 年 VGRASS 前五大供应商占比为 39.40%，集中度较上年提升 3.53 个百分点。

2. Teenie Weenie 品牌服装

2018 年，Teenie Weenie 品牌维持提升市场定位的战略目标，销售均价及销售收入有所增加

Teenie Weenie 品牌服装主要包括女装、男装、童装以及婴童等品类，公司于 2017 年支付 44.39 亿元对价现金收购韩国衣恋集团旗下的 Teenie Weenie 品牌及其资产和业务，并于 2017 年 3 月起并表⁵。Teenie Weenie 品牌服装分为线上销售和线下销售，线上销售主要为天猫旗舰店等，销售收入占比约为 20%，其中，Teenie Weenie 女装在天猫 2018 年双十一女装销售额总排名为第九名，已成为天猫平台女装品类的重点合作品牌；线下销售门店分为直营和加盟两种，以直营门店为主，截至 2019 年 3 月末，Teenie Weenie 品牌门店数量 1228 家，其中直营店 1132 家，加盟店 96 家。

2017 年公司收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务后，将提升品牌的市场定位作为其战略目标，从产品设计、渠道质量及店铺形象等全面进行升级。2018 年，Teenie Weenie 新开门店 195 家，关闭门店 249 家。受渠道调整等因素影响，Teenie Weenie 品牌服装销售量为 706.48 万件，较上年下降 9.89%，产销率为 89.87%，较上年减少 12.00 个百分点。

表 9：2016 年~2018 年 Teenie Weenie 品牌服装产销情况

单位：万件、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产量 ⁶	701.15	769.65	786.14
销量	809.22	784.00	706.48
产销率	115.41	101.87	89.87

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，Teenie Weenie 品牌服装各品类销售均价在公司品牌升级的战略下保

⁴ 采购均价均不含税。

⁵ 为增强数据的可比性，以下对经营数据的分析均使用 2017 年全年的数据。

⁶ 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。

持回升态势。2018年，Teenie Weenie品牌实现销售收入21.93亿元，较上年⁷增加4.73%；2019年1~3月，销售收入4.98亿元。

表 10：2016 年~2018 年 Teenie Weenie 品牌服装销售情况

	项目	2016 年	2017 年	2018 年
女装	销售均价（元/件）	267.83	274.98	329.83
	销售数量（万件）	632.96	593.61	494.60
男装	销售均价（元/件）	275.24	282.96	307.00
	销售数量（万件）	80.15	79.99	83.94
童装	销售均价（元/件）	204.93	206.55	237.28
	销售数量（万件）	96.10	110.40	127.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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。2018年，Teenie Weenie品牌服装前五大客户销售额占比为14.28%，客户集中度不高。

表 11：2018 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
金鹰集团	9024.28	4.11
百盛集团	6236.60	2.84
重百大楼	6218.73	2.84
银泰集团	5633.17	2.57
百联集团	4207.89	1.92
合计	31320.67	14.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，受劳务成本增加影响，Teenie Weenie采购均价总体有所上升，毛利率有所下降

Teenie Weenie品牌服装采用委托加工和定制生产两种模式外包生产。Teenie Weenie品牌服装采购的产品主要为外包生产的服装及面辅料等。2018年，受劳务成本增加影响，Teenie Weenie服装各品类采购均价均有所上升。2018年，Teenie Weenie品牌实现毛利率69.21%，较上年下降0.15个百分点；2019年1~3月，综合毛利率67.28%，较上年继续下降1.93个百分点。Teenie Weenie业务获利能力有所下降。

⁷ Teenie Weenie品牌2017年全年实现销售收入20.94亿元，毛利润14.53亿元，综合毛利率69.36%。

表 12：2016 年~2018 年 Teenie Weenie 品牌服装采购情况⁸

	项目	2016 年	2017 年	2018 年
女装 ⁹	采购均价（元/件）	84.77	89.25	108.47
	采购数量（万件）	531.56	579.40	515.70
男装	采购均价（元/件）	88.46	90.48	98.76
	采购数量（万件）	81.31	77.01	90.89
童装	采购均价（元/件）	59.99	63.96	78.07
	采购数量（万件）	88.28	110.88	179.55

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 Teenie Weenie 前五大供应商占比为 27.43%，集中度较上年有所下降。

企业管理

公司实际控制人质押股份为公司借款提供担保，跟踪期内，质押比例仍较高

跟踪期内，公司管理层变动情况见下表。公司在治理结构和内部管理等方面无其他重大变化。

表 13：跟踪期内公司管理层变动情况

姓名	职务	类型	日期	变动原因
张玉英	监事	离任	2018/7/19	因个人原因辞职
曹益堂	独立董事	离任	2018/9/4	任期届满离任
张莉	监事	聘任	2018/9/4	新聘任
张庆辉	独立董事	聘任	2018/9/4	新聘任

资料来源：公开资料，东方金诚整理

截至本报告出具日，公司实际控制人王致勤持有公司股份 48328157 股，已累计质押 48267200 股；宋艳俊持有公司股份 37732800 股，已累计质押 37732800 股。实际控制人股份质押主要系为公司收购 Teenie Weenie 品牌及业务的借款提供担保。公司实际控制人已质押的股份合计占其持有公司股份总数的 99.93%，质押比例仍较高。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年合并财务报告及 2019 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 2018 年的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2018 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司 8 家（见附件三）。

⁸ 由公司采购的原材料均已折算进服装采购价格中。

⁹ 含女装配件。

资产构成与资产质量

跟踪期内,公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高,若未来Teenie Weenie品牌服装业务盈利不及预期,公司仍将面临一定减值风险

2018年末,公司资产总额为66.40亿元,较上年末增加0.23亿元,其中非流动资产占比为66.52%,同比增加0.56个百分点,公司资产结构仍以非流动资产为主。2019年3月末,公司资产总额为67.74亿元,较2018年末增长2.03%。

图 2:2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末资产构成情况

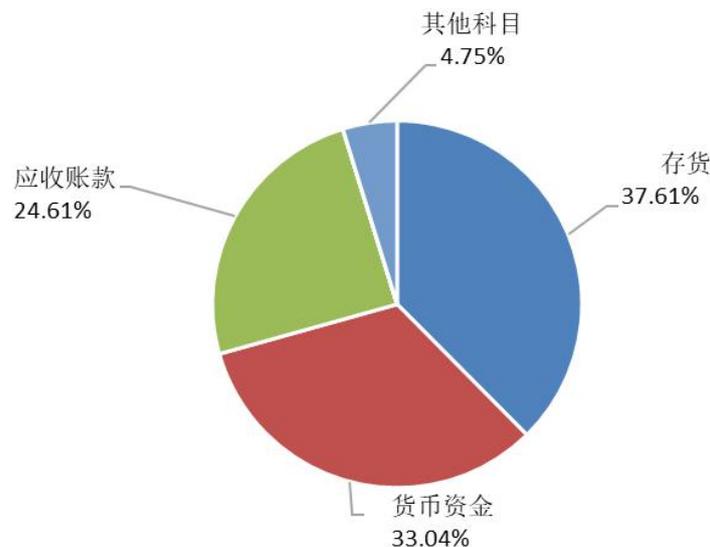


资料来源: Wind, 东方金诚整理

1. 流动资产

2018年末,公司流动资产为22.23亿元,较上年末减少0.29亿元。截至2018年末,公司流动资产主要由存货、货币资金和应收账款构成,占比分别为37.61%、33.04%和24.61%,合计占流动资产总额的比重为95.26%。

图 3:截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2018年末,公司存货账面价值为8.36亿元,同比增长18.25%,主要来自库存商品的增加。同期末,公司存货主要由库存商品、原材料和在产品构成,占比分别为86.52%、7.66%和5.82%;存货计提0.13亿元跌价准备,全部为对库存商品的计提。2019年3月末,存货账面价值为8.05亿元,较上年末下降3.69%。

2018年末,公司货币资金期末余额为7.34亿元,同比增长11.06%,主要是公司银行存款增长较快所致。其中受限货币资金0.35亿元,占比为4.72%,主要为保证金及借款质押。2019年3月末,公司货币资金期末余额10.50亿元,较上年末增长42.97%,主要系年后店铺货款结算、回款增加所致。

2018年末,公司应收账款账面价值为5.47亿元,同比增加3.77%。其中,账龄在1年以内的应收账款占比为98.83%,前五大应收账款占比为13.34%,主要为应收下游百货商场门店的结算款。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备,2018年计提坏账准备0.29亿元。2018年,公司应收账款周转率为5.74次,较上年的8.77次下降较快,主要因为2017年公司合并应收账款占比较高的Teenie Weenie,应收账款周转率有所下降所致。2019年3月末,公司应收账款账面价值为3.76亿元,较上年末下降31.23%,主要系年后店铺结算回款增加导致应收账款减少。

2. 非流动资产

2018年末,公司非流动资产为44.16亿元,较2017年末末增长1.19%。截至2018年末,公司非流动资产主要由商誉和无形资产组成,占比分别为57.20%和34.48%,合计占比为91.68%。2019年3月末,公司非流动资产为44.23亿元,较上年末变化不大。

公司商誉规模较大,2018年末及2019年3月末账面价值均为25.26亿元,较2017年末无变化;公司的商誉由2017年收购Teenie Weenie形成的商誉24.94亿元和2015年收购南京云锦研究所形成的商誉0.32亿元构成。截至2018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,公司将面临较大商誉减值风险。

2018年末及2019年3月末,公司无形资产账面价值分别为15.23亿元和15.22亿元,较2017年末变化不大。公司无形资产主要由收购Teenie Weenie获得的商标权构成,2018年末账面价值占全部无形资产的比例为97.92%。2018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。

3. 受限资产

截至2018年末,公司受限资产金额共计0.55亿元,占总资产的0.83%,占净资产的2.06%,主要用于借款抵押和保证金等。同时,公司将持有的甜维你(上海)商贸有限公司不时享有的应收账款金额最高的十名债务人所不时享有的任何及所有应收账款及其相关权利进行质押,为公司向招商银团借款提供担保。

表 14：截至 2018 年末公司受限资产情况

单位：万元、%

项目	账面价值	受限金额	受限资产占比	受限原因
货币资金	73449.14	3465.54	4.72	保证金、借款质押
固定资产	9825.97	1500.12	15.27	借款抵押、公司改制职工退休计划抵押
无形资产	152300.32	435.02	0.29	借款抵押
其他非流动资产	580.81	91.88	15.82	保证金
合计	-	5492.54	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

跟踪期内，受益于发行股票和经营积累，公司所有者权益有所增长

2018 年末，公司所有者权益为 26.68 亿元，较 2017 年末增长 43.86%，主要原因一是 2018 年 2 月公司完成公开发行股票，实收资本增加 0.28 亿元，资本公积增加 4.76 亿元；二是由于经营积累未分配利润增加 2.44 亿元。同期末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成，占比分别为 48.17%、34.95% 和 6.77%。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 28.39 亿元，较上年末增长 6.39%，主要系 2019 年 1 月公司可转换公司债券的发行，其他权益工具相应增加 1.51 亿元所致。

跟踪期内，公司债务负担仍较高，部分债务集中于 2020 年到期，存在一定集中兑付压力

2018 年末，公司负债总额为 39.72 亿元，较上年减少 16.60%，其中非流动负债占比为 69.42%，较上年提高 0.75 个百分点。2019 年 3 月末，公司负债总额为 39.36 亿元。

1. 流动负债

2018 年末，公司流动负债为 12.15 亿元，较 2017 年末下降 18.60%。截至 2018 年末，公司流动负债主要由其他应付款、短期借款和应付账款构成，占比分别为 45.57%、27.04% 和 11.70%，合计占流动负债总额的比重为 84.31%。2019 年 3 月末，公司流动负债为 9.02 亿元，较上年末下降 25.71%，主要系支付部分收购 Teenie Weenie 尾款以及归还到期短期借款所致。

公司其他应付款主要是 Teenie Weenie 资产转让款项剩余应付的尾款，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应付款期末余额分别为 5.53 亿元和 5.01 亿元，其中 2018 年末较上年下降 15.17%，主要系支付部分尾款所致。

2018 年末及 2019 年 3 月末，公司短期借款期末余额分别为 3.28 亿元和 1.58 亿元，分别较上年末减少 14.91% 和 51.95%，主要是归还到期借款所致。2018 年末，公司短期借款以信用借款为主，占短期借款期末余额的 94.40%。

公司应付账款主要是应付货款等，2018 年末期末余额为 1.42 亿元，较 2017 年末下降 18.14%；2019 年 3 月末余额为 0.98 亿元，较上年末下降 31.32%，主要

受季节性因素影响，公司一季度采购以春夏装为主，采购成本较冬装低，故应付款项减少。

2. 非流动负债

2018年末，公司非流动负债为27.57亿元，较2017年末下降18.60%。2019年3月末，公司非流动负债为30.33亿元，较上年末上升10.02%，主要系公司2019年1月发行可转换公司债券所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，2019年3月末占比分别为80.30%和17.50%。

公司长期借款全部用于收购韩国衣恋集团旗下Teenie Weenie品牌的业务和资产。2018年末及2019年3月末，长期借款期末余额分别为27.37亿元和24.36亿元，分别较上年末下降15.77%和10.99%，主要是公司偿还部分银团贷款所致。

表 15：截至 2019 年末公司长期借款明细

单位：亿元、%

序号	债权人	金额	利率	借款期限	抵/质押物
1	招商银行银团	10.95	4.75	2017/3/10 至 2020/3/5	公司的土地使用/房屋所有权、Teenie Weenie 股权；甜维你（上海）商贸有限公司不时享有的应收账款金额最高的十名债务人所不时享有的任何及所有应收账款及其相关权利；实际控制人王致勤持有的 3000 万股维格娜丝股票质押；王致勤、宋艳俊提供连带责任担保
2	杭州金投维格投资合伙企业（有限合伙）	16.42	8.00	2017/2/9 至 2021/6/30	实际控制人王致勤持有的本公司 1826.72 万股、宋艳俊持有的 3773.28 万股维格娜丝股票；王致勤、宋艳俊提供连带责任担保
合计		27.37	-	-	-

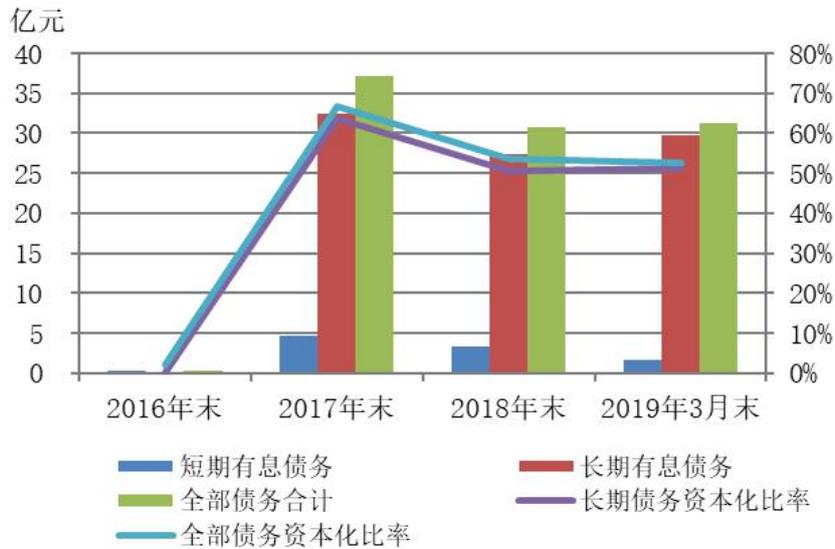
资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年1月，公司完成发行公开发行可转换公司债券，募集资金总额74600万元，用于支付收购Teenie Weenie品牌及该品牌相关的资产和业务项目尾款、建设智能制造平台以及补充流动资金等。2019年3月末，公司应付债券期末余额为5.31亿元。

3. 债务负担

2018年末，公司全部有息债务为30.65亿元，较上年同期下降17.50%，主要是公司偿还部分到期债务所致，其中短期有息债务占比为10.71%，长期有息债务占比为89.29%，公司债务结构以长期有息债务为主。同期末，公司资产负债率为59.82%，全部债务资本化比率为53.46%，分别较上年同期减少12.15和13.24个百分点。2019年3月末，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为58.10%和52.40%，较上年末继续有所下降。跟踪期内，公司债务负担有所下降，但总体债务水平仍较高。

图 4:2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

从截至 2019 年 3 月末的债务期限结构来看，2019 年公司应偿还 1.58 亿元短期借款，2020 年公司应偿还 10.95 亿元长期借款。公司在 2020 年存在一定集中兑付压力。

表 16: 截至 2019 年 3 月末公司有息债务期限结构¹⁰

单位：亿元

债务到期时间	短期借款	应付债券	长期借款	合计
2019 年	1.58	-	-	1.58
2020 年	-	-	10.95	10.95
2021 年及以后	-	7.46	16.42	23.88
合计	1.58	7.46	27.37	36.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2019 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，2018 年，公司收入及利润总额有所增长；2019 年一季度公司盈利能力下滑

2018 年，公司营业收入为 30.86 亿元，同比增长 20.34%，营业利润率为 68.56%，较上年同期下降 0.54 个百分点。跟踪期内，得益于 Teenie Weenie 业务并表的影响，2018 年公司收入同比增长较快。2019 年 1~3 月，公司营业收入 6.88 亿元，同比下降 8.71%，主要系公司调整销售渠道所致；营业利润率 66.82%。

¹⁰ 假设“维格转债”未发生转股，在到期日全额兑付。

图 5：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司期间费用为 17.64 亿元，较上年同期增长 21.54%，主要受并表 Teenie Weenie 影响。公司销售费用占比较高，主要是店员薪酬、店铺房租及装修费用摊销等，对公司利润造成一定影响。2019 年 1~3 月，公司期间费用占比较上增加 6.73 个百分点，主要系公司调整渠道，店铺费用及店铺装修摊销等增加所致。

表 17：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况¹¹

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	3.08	10.05	12.66	3.15
管理费用	0.62	1.36	1.64	0.35
财务费用	-0.06	2.17	2.30	0.58
研发费用	0.42	0.93	1.04	0.31
期间费用合计	4.07	14.51	17.64	4.40
期间费用占营业收入比	54.65	56.60	57.17	63.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年，公司投资收益为 0.52 亿元，主要系公司本期收回华宝信托投资¹²所致。同期，公司营业外收入为 0.22 亿元，主要是政府补助。

2018 年，公司利润总额为 4.33 亿元，同比增长 37.69%；总资本收益率为 9.55%，较上年增加 1.65 个百分点；净资产收益率为 11.65%，较上年下降 0.33 个百分点。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 0.29 亿元，同比下降 72.10%，主要由于一季度

¹¹ 根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）相关规定，公司自 2018 年 1 月 1 日起新增研发费用报表科目，研发费用不再在管理费用科目核算。此处为了保证数据可比性，2016 年和 2017 年的管理费用和研发费用亦分开列示。

¹² 2018 年 6 月 8 日，公司披露了《拟出售股票资产的公告》，交易标的为公司通过华宝信托持有的宝国国际（0589.hk）43869000 股港股普通股股票。2018 年 9 月 13 日，公司披露了《关于出售股票资产完成的公告》，公司已收到本次股票资产出售事项下宝国国际支付的全部价款 15450.45 万元人民币，贡献净利润 4123 万元人民币。本次交易实施完毕，公司本次出售资产相关工作全部完成，公司不再持有宝国国际股权。

品牌主营收入下降 8.78%，同时受以及可转债计入的财务费用增加¹³等因素影响所致。

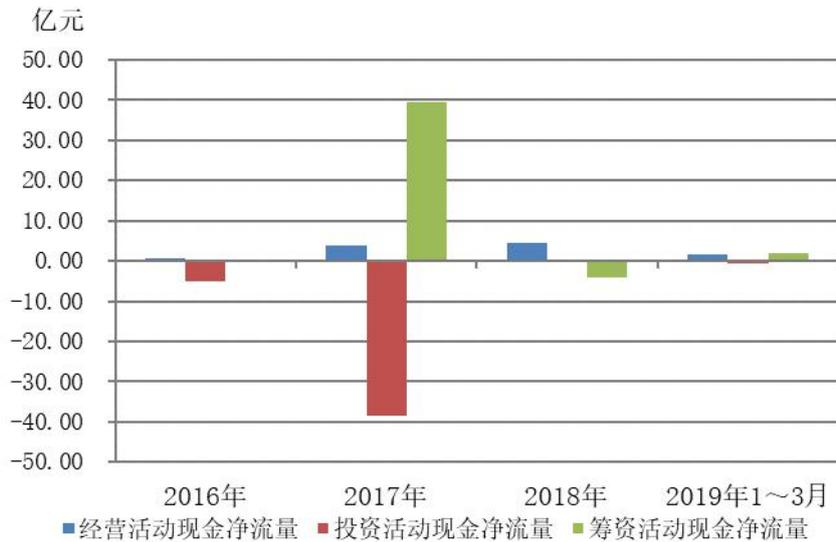
现金流

2018 年，受公司业务规模扩大影响，公司经营活动净现金流有所增加，投资活动净现金流转为净流入，筹资活动现金流表现为净流出

2018 年，公司经营活动净现金流为 4.37 亿元，同比增长 15.30%，主要是公司业务规模扩大所致。同期，公司现金收入比为 114.86%，较上年提高 5.59 个百分点，获现能力有所提升。2018 年，公司投资活动净现金流由 2017 年净流出 38.30 亿元转为净流入 0.47 亿元，主要为收回理财等投资收回的现金；筹资活动净现金流为-3.96 亿元，主要是公司偿还到期银行借款等。

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 1.71 亿元、-0.59 亿元和 1.96 亿元。

图 6：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 183.05%和 114.21%，较上年同期分别提高 32.11 个百分点和 10.66 个百分点。2018 年，公司经营现金流动负债比为 35.98%，较上年增加 10.57 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司货币资金 10.50 亿元，短期有息债务 1.58 亿元，公司账面货币资金能够完全覆盖短期有息债务。

¹³ 可转债按照会计准则计提 7%的利息，实际票面利率是 0.5%。

表 18：2016 年~2018 年及 2019 年 3 月公司偿债能力情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率 (%)	735.20	150.94	183.05	260.65
速动比率 (%)	509.35	103.55	114.21	171.41
经营现金流动负债比率 (%)	66.01	25.41	35.98	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	261.16	2.78	3.30	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.18	6.13	3.92	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.81 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.30 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 3.92 倍。整体来看，跟踪期内公司短期及长期偿债能力均有所提升。

截至 2018 年末，公司授信额度 8.00 亿元，已使用 1.00 亿元，尚有 7.00 亿元银行授信额度未使用。

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 8 日，公司本部未结清信贷中无不良记录。

截至本报告出具日，公司存续期债券尚未到付息日。

表 19：截至 2019 年 3 月末公司存续期债券情况

单位：亿元、年、%

债券简称	当前余额	到期日期	起息日期	当期票面利率
维格转债	7.46	2025-01-24	2019-1-24	0.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

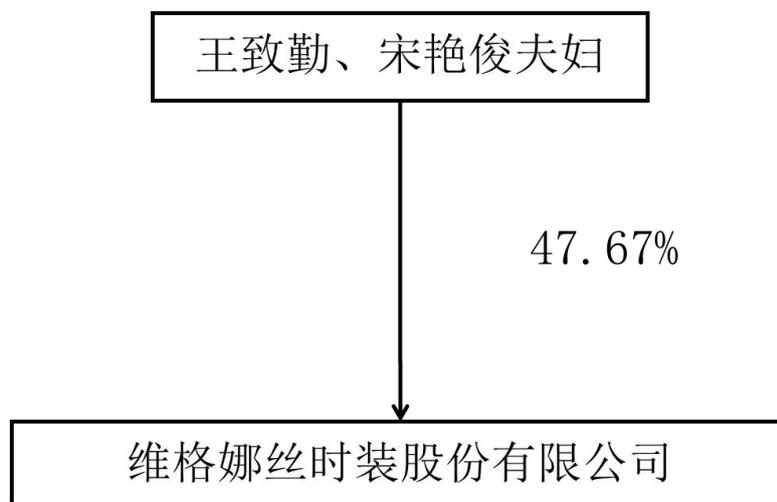
抗风险能力及结论

公司是国内知名服装企业，跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”维持较高知名度，产品设计能力仍较强；2018 年，VGRASS 品牌渠道档次及店效继续提升，销售均价及销量均有所增长，业务收入有所增加；受益于收购 Teenie Weenie 品牌及相关资产和业务，2018 年，公司收入及利润总额有所增长。

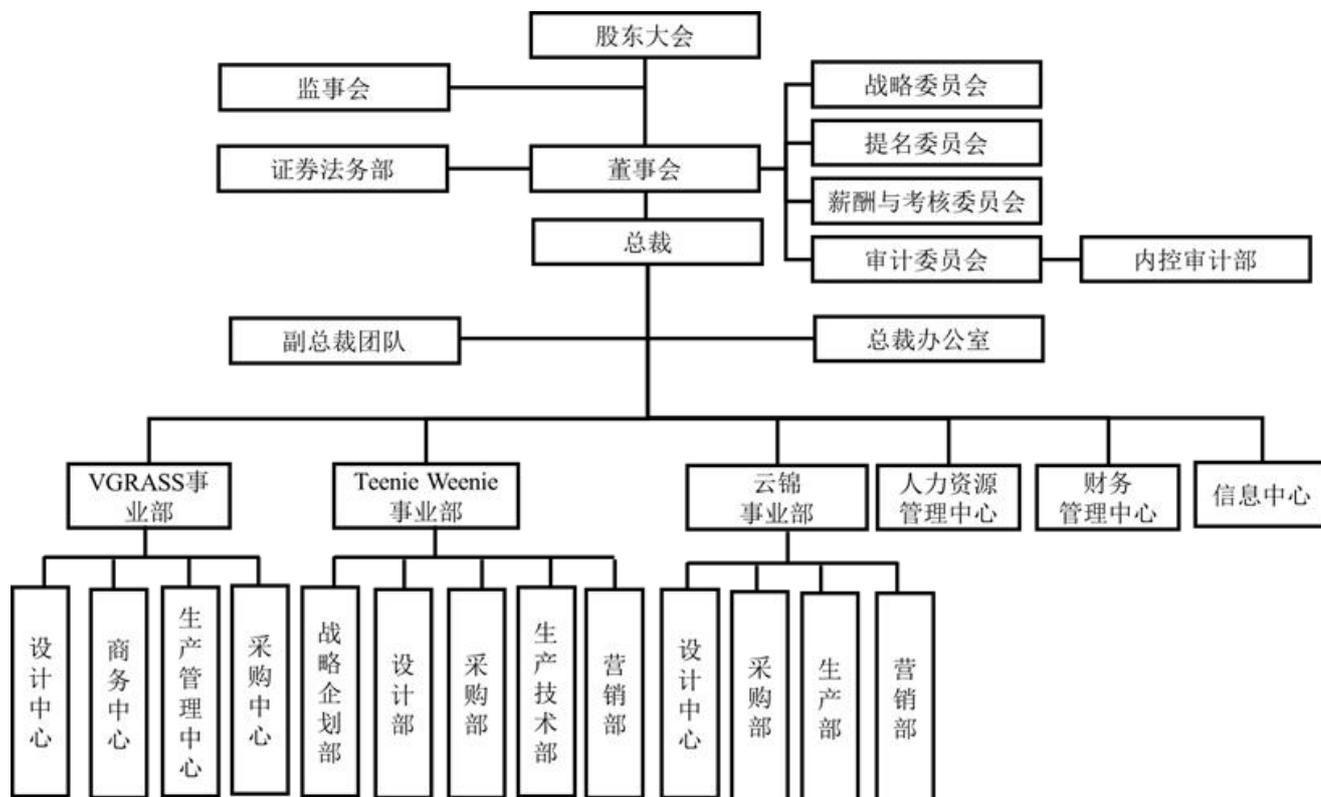
同时，东方金诚也关注到，我国服装行业竞争较为激烈，且面临渠道变化和国际品牌的冲击；跟踪期内，原材料价格波动和劳务成本上升对公司成本控制造成较大压力；跟踪期内，公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若未来 Teenie Weenie 品牌服装业务盈利不及预期，公司将面临一定减值风险；2019 年一季度公司销售收入有所下降，期间费用增加，盈利能力下滑；公司债务负担仍较高，主要是实际控制人质押股份为公司提供担保的长期借款，实际控制人所持上市公司股份质押比例仍较高。

综上所述，东方金诚维持维格娜丝主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“维格转债”的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年末公司直接控股子公司情况

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	100.00	生产型公司
2	上海维格娜丝时装有限公司	1000.00	100.00	设计、贸易型
3	维格娜丝韩国有限公司	1 亿韩元	100.00	设计、贸易型
4	江苏维格娜丝时装有限公司	500.00	100.00	设计、贸易型
5	上海赫为时装有限公司	2000.00	100.00	进出口贸易
6	南京云锦研究所有限公司	5000.00	100.00	生产、贸易型
7	维格娜丝意大利有限公司	4 万欧元	100.00	进出口贸易
8	南京金维格服装产业投资合伙企业(有限合伙)	270100.00	33.358 ¹⁴	投资与资产管理

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁴ 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	13490.51	66137.46	73449.14	105008.60
交易性金融资产	21925.01	9937.72	-	-
应收账款	5778.05	52718.64	54708.63	37623.85
预付款项	1136.83	3336.43	3093.45	4764.16
其他应收款	2324.78	4133.92	4531.63	4056.43
存货	26530.20	70703.48	83610.18	80526.04
其他流动资产	15178.15	18235.58	2929.70	3203.47
流动资产合计	86363.54	225212.93	222322.73	235182.55
非流动资产：				
固定资产	10110.76	10226.76	9825.97	9576.27
在建工程	1071.48	2106.72	2325.96	3297.37
无形资产	2813.41	152568.61	152300.32	152209.69
商誉	3207.73	252599.91	252599.91	252599.91
长期待摊费用	2565.54	10461.49	13174.37	11694.35
递延所得税资产	3537.91	8318.84	10835.56	12584.64
其他非流动资产	50026.63	163.77	580.81	290.88
非流动资产合计	73333.45	436446.11	441642.90	442253.11
资产总计	159696.99	661659.04	663965.64	677435.65

附件四：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	3000.00	38590.28	32837.50	15778.41
应付票据	7.00	-	-	-
应付账款	3095.66	17354.73	14207.34	9757.49
预收款项	682.36	1330.85	1265.17	1219.84
应付职工薪酬	1807.09	6360.01	6040.50	5499.32
应交税费	1940.32	10747.22	10439.59	6454.39
应付利息	4.03	765.32	656.99	658.60
应付股利	-	-	0.05	0.05
其他应付款	1210.46	65357.96	55347.22	50148.46
一年内到期的非流动负 债	-	8015.90	-	-
其他流动负债	-	682.98	659.15	711.96
流动负债合计	11746.92	149205.23	121453.50	90228.52
非流动负债：				
长期借款	-	324896.13	273655.83	243575.69
应付债券	-	-	-	53096.12
长期应付职工薪酬	40.74	16.68	93.57	132.53
递延收益	83.33	575.57	542.78	262.17
递延所得税负债	1853.27	1501.19	1408.51	6271.44
非流动负债合计	1977.34	326989.57	275700.70	303337.95
负债合计	13724.26	476194.80	397154.20	393566.47
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	14798.00	15229.16	18055.40	18055.40
其他权益工具	-	-	-	15063.85
资本公积	74053.20	79968.20	128532.45	128595.39
减：库存股	-	5661.08	4053.67	4053.67
其他综合收益	-6.20	-64.50	48.46	-15.87
盈余公积	5809.24	5809.24	5809.24	5809.24
未分配利润	51318.49	68802.87	93237.58	94566.58
归属母公司所有者权益合计	145972.73	164083.89	241629.47	258020.92
少数股东权益	-	21380.35	25181.97	25848.26
股东权益合计	145972.73	185464.24	266811.44	283869.18
负债与股东权益合计	159696.99	661659.04	663965.64	677435.65

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月（未经审计）
一、营业总收入	74431.72	256414.28	308560.93	68834.02
其中：营业收入	74431.72	256414.28	308560.93	68834.02
减：营业成本	22153.96	77732.02	95513.30	22490.17
税金及附加	1117.78	1501.40	1490.44	345.64
销售费用	30840.75	100498.23	126611.23	31547.43
管理费用	6253.22	13561.75	16363.50	3543.94
研发费用	4155.46	9376.99	10391.04	3110.11
财务费用	-571.67	21700.77	23038.89	5783.92
资产减值损失	937.83	995.89	-286.46	-34.33
信用减值损失	-	-	-	-441.44
加：其他收益	-	-	91.41	19.21
投资净收益	762.49	529.25	5179.12	-
公允价值变动净收益	1212.48	-1714.77	669.01	-
资产处置收益	-	-19.53	-23.34	-0.11
二、营业利润	11519.35	29842.17	41355.21	2507.66
加：营业外收入	1849.86	1823.53	2243.93	416.54
减：营业外支出	122.85	205.05	281.18	7.51
其中：非流动资产处置损失	10.16	-	-	-
三、利润总额	13246.37	31460.65	43317.96	2916.70
减：所得税	3212.22	9237.85	12231.95	921.40
四、净利润	10034.15	22222.80	31086.01	1995.30
归属于母公司所有者的净利润	10032.79	18993.77	27283.91	1329.01
少数股东损益	1.36	3229.03	3802.10	666.29

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019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	88282.04	280172.15	354399.32	98670.72
收到税费返还	-	-	1736.77	143.17
收到的其他与经营活动有关的现金	2989.53	3999.36	3521.85	779.01
经营活动现金流入小计	91271.57	284171.51	359657.94	99592.90
购买商品、接受劳务支付的现金	23854.75	97748.28	141519.80	26682.49
支付给职工以及为职工支付的现金	23950.81	59588.81	74133.45	20930.37
支付的各项税费	14786.34	21741.12	27842.80	13700.68
支付的其他与经营活动有关的现金	20925.49	67175.66	72460.82	21184.26
经营活动现金流出小计	83517.39	246253.87	315956.87	82497.80
经营活动产生的现金流量净额	7754.18	37917.64	43701.07	17095.10
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	127600.00	313000.00	133779.27	-
取得投资收益所收到的现金	865.74	965.34	337.97	-
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	13.57	79.65	-	-
投资活动现金流入小计	128479.31	314044.99	134117.24	0.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2326.97	12212.79	14847.36	1963.31
投资所支付的现金	177126.63	247250.00	110696.75	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	437499.62	3682.19	3923.67
支付的其他与投资有关的现金	102.68	69.26	156.13	-
投资活动现金流出小计	179556.27	697031.67	129382.43	5886.98
投资活动产生的现金流量净额	-51076.97	-382986.68	4734.82	-5886.38
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	-	51506.65	52283.19	72735.00
取得借款所收到的现金	6939.36	385434.44	44806.60	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	-	3680.00	-
筹资活动现金流入小计	6939.36	436941.10	100769.79	72735.00
偿还债务所支付的现金	6911.05	18000.00	111490.87	47568.22
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	1761.99	20987.88	24946.87	4728.06
支付其他与筹资活动有关的现金	-	4080.00	3979.03	828.69
筹资活动现金流出小计	8673.04	43067.88	140416.78	53124.96
筹资活动产生的现金流量净额	-1733.68	393873.21	-39646.99	19610.04
四、汇率变动对现金的影响额	50.83	5.37	84.01	-

五、现金和现金等价物净增加额	-45005.64	48809.54	8872.91	30818.76
----------------	-----------	----------	---------	----------

附件七：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	2016年	2017年	2018年
1、净利润	10034.15	22222.80	31086.01
资产减值准备	937.83	995.89	-286.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	845.99	1184.41	1302.13
无形资产摊销	290.54	363.43	390.23
长期待摊费用摊销	1875.73	5860.66	9465.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	9.46	19.53	23.34
固定资产报废损失	-	77.97	39.57
公允价值变动损失（减：收益）	-1212.48	1714.77	-669.01
财务费用	221.90	21909.12	23604.51
投资损失	-762.49	-529.25	-5179.12
递延所得税资产减少	-1201.70	-3806.56	-2515.35
递延所得税负债增加	168.07	-352.08	-92.68
存货的减少	-158.33	-10807.37	-12393.84
经营性应收项目的减少	-2197.28	-22527.28	4446.55
经营性应付项目的增加	-1097.21	20906.53	-6527.20
其他	-	685.07	1006.95
经营活动产生的现金流量净额	7754.18	37917.64	43701.07
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	12301.15	61110.69	69983.61
减：现金的期初余额	57306.80	12301.15	61110.69
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	-45005.64	48809.54	8872.91

附件八：公司主要财务指标

项 目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	68.73	69.10	68.56	66.82
总资本收益率 (%)	6.78	7.90	9.55	-
净资产收益率 (%)	6.87	11.98	11.65	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	8.59	71.97	59.82	58.10
长期债务资本化比率 (%)	-	63.66	50.63	51.10
全部债务资本化比率 (%)	2.02	66.70	53.46	52.40
流动比率 (%)	735.20	150.94	183.05	260.65
速动比率 (%)	509.35	103.55	114.21	171.41
经营现金流负债比 (%)	66.01	25.41	35.98	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	261.16	2.78	3.30	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.18	6.13	3.92	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-14.41	-0.93	0.16	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-693.23	-15.85	2.05	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	-	8.77	5.74	-
存货周转次数 (次)	-	1.60	1.24	-
总资产周转次数 (次)	-	0.62	0.47	-
现金收入比 (%)	118.61	109.27	114.86	143.35
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	314.32	103.90	-
净资产年平均增长率	-	27.05	35.20	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	244.50	103.61	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	137.50	80.84	-

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	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期债务}+\text{短期债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
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	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期债务本金}$
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	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的债务本金})$
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	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据：增长率= $(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据：增长率= $[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：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

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

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。