

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】020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，评级展望调整为负面，同时维持“维格转债”信用等级为 AA，并移出信用评级观察名单。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年五月十三日



## 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”）与锦泓时装集团股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该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具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年5月13日

## 锦泓时装集团股份有限公司主体及 “维格转债”2020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        | 上次评级日期     | 评级组长            | 小组成员            |
|------------|-----------|---------------|------------|-----------------|-----------------|
| AA/负面      | 2020/5/13 | AA/列入信用评级观察名单 | 2019/11/13 | 熊璿<br><i>熊璿</i> | 张岳<br><i>张岳</i> |

### 债项信用

| 债项简称 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果        |
|------|--------|---------------|
| 维格转债 | AA     | AA/列入信用评级观察名单 |

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

### 主体概况

锦泓时装集团股份有限公司（以下简称“锦泓集团”或“公司”）主营服装设计、生产及销售业务，是国内较为知名的女装上市公司。公司控股股东及实际控制人为王致勤、宋艳俊夫妇。

### 评级模型

#### 1.基础评分模型

| 一级指标      | 二级指标        | 权重 (%) | 得分    |
|-----------|-------------|--------|-------|
| 业务规模      | 总资产         | 20.00  | 12.54 |
|           | 营业总收入       | 25.00  | 15.26 |
| 盈利能力和运营效率 | 毛利率         | 5.00   | 5.00  |
|           | 销售净利率       | 5.00   | 3.63  |
|           | 存货周转率       | 7.50   | 4.08  |
| 债务负担和保障程度 | 应收账款周转率     | 7.50   | 4.58  |
|           | 资产负债率       | 10.00  | 4.78  |
|           | 货币资金/短期有息债务 | 10.00  | 8.29  |
|           | 全部债务/EBITDA | 10.00  | 7.91  |

#### 2.基础模型参考等级

AA

#### 3.评级调整因素

无

#### 4.主体信用等级

AA

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

### 评级观点

公司是国内知名服装企业，旗下品牌VGRASS和Teenie Weenie维持较高知名度；跟踪期内，公司所有者权益有所增长。但另一方面，受宏观经济波动、中美贸易摩擦影响，我国服装行业需求有所下滑，公司主要品牌服装销量下降，营业收入有所下滑，受销售费用高企和投资收益减少影响，利润总额大幅下滑，盈利能力有所下降；公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，仍将面临一定减值风险；公司债务负担仍较高，2022年存在一定债务集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为AA，评级展望调整为负面；维持“维格转债”的信用等级为AA，并移出信用评级观察名单。

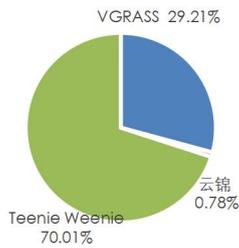
### 同业比较

| 项目            | 锦泓集团  | 朗姿股份有限公司 | 搜于特集团股份有限公司 | 起步股份有限公司 |
|---------------|-------|----------|-------------|----------|
| 总资产 (亿元)      | 69.45 | 52.99    | 113.16      | 25.74    |
| 营业总收入 (亿元)    | 29.13 | 30.07    | 129.48      | 15.23    |
| 毛利率 (%)       | 67.71 | 58.24    | 7.99        | 32.60    |
| 存货周转率 (次)     | 0.99  | 1.29     | 4.01        | 5.31     |
| 经营现金流动负债比 (%) | 7.83  | 55.25    | 2.20        | -0.44    |
| 资产负债率 (%)     | 58.72 | 30.44    | 49.05       | 34.98    |

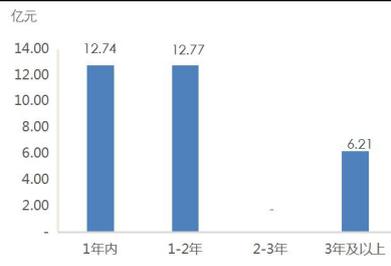
注：起步股份有限公司主体信用等级为AA-/稳定，朗姿股份有限公司和搜于特集团股份有限公司主体信用等级均为AA/稳定，数据来源自各企业公开披露的2019年数据，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

### 2019年主营业务收入构成



### 2020年3月末债务期限结构



### 主要数据和指标

| 项目              | 2017年  | 2018年  | 2019年 | 2020年1~3月 |
|-----------------|--------|--------|-------|-----------|
| 资产总额 (亿元)       | 66.17  | 66.40  | 69.45 | 68.48     |
| 所有者权益 (亿元)      | 18.55  | 26.68  | 28.67 | 28.85     |
| 全部债务 (亿元)       | 37.15  | 30.65  | 31.83 | 31.72     |
| 营业总收入 (亿元)      | 25.64  | 30.86  | 29.13 | 6.02      |
| 利润总额 (亿元)       | 3.15   | 4.33   | 1.60  | 0.09      |
| 经营性净现金流 (亿元)    | 3.79   | 4.37   | 2.31  | 2.65      |
| 营业利润率 (%)       | 69.10  | 68.56  | 67.10 | 62.28     |
| 资产负债率 (%)       | 71.97  | 59.82  | 58.72 | 57.86     |
| 流动比率 (%)        | 150.94 | 183.05 | 84.40 | 117.46    |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 6.13   | 3.92   | 5.97  | -         |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.78   | 3.30   | 2.15  | -         |

注：数据来源于公司2017年~2019年的审计报告以及2020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，旗下品牌 VGRASS 和 Teenie Weenie 维持较高知名度，跟踪期内，公司线下门店数量保持增长，同时加强新零售渠道建设，推动线上线下协同发展；
- 跟踪期内，受益于其他权益工具和未分配利润增加，公司所有者权益有所增长。

## 关注

- 受宏观经济波动、中美贸易摩擦影响，跟踪期内，我国服装行业需求有所下滑；
- 跟踪期内，公司主要品牌服装销量下降，营业收入有所下滑，受销售费用高企和投资收益减少影响，利润总额大幅下滑，盈利能力有所下降；
- 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；
- 公司债务负担仍较重，2022 年存在一定债务集中偿付压力；
- 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。

## 评级展望

公司评级展望为负面。预计未来终端零售景气度持续疲弱，公司盈利将有所下滑。

## 评级方法及模型

《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型 (RTFC015201907)》

## 历史评级信息

| 主体信用等级        | 债项信用等级                | 评级时间       | 项目组     | 评级方法及模型                                | 评级报告                 |
|---------------|-----------------------|------------|---------|--|----------------------|
| AA/列入信用评级观察名单 | 维格转债/AA<br>列入信用评级观察名单 | 2019-11-13 | 熊璵、张岳   | 《东方金诚纺织企业信用评级方法及模型》<br>(RTFC015201907) | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA/稳定         | 维格转债/AA               | 2019-5-31  | 熊璵、李默涵  | 《东方金诚工商企业信用评级方法》<br>(2015年5月)          | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA/稳定         | 维格转债/AA               | 2018-5-15  | 张铭钊、李默涵 |  | <a href="#">阅读原文</a> |

注：2019年11月13日，锦泓集团主体信用等级 AA，维格转债信用等级 AA，列入信用评级观察名单。

## 本次跟踪相关债项情况

| 债项简称 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果        | 上次评级日期     | 发行金额(亿元) | 存续期                 |
|------|--------|---------------|------------|----------|---------------------|
| 维格转债 | AA     | AA/列入信用评级观察名单 | 2019/11/13 | 7.46     | 2019/1/24~2025/1/24 |

注：“维格转债”转股期间为2019/7/30~2025/1/23；“维格转债”期满后5个交易日内，公司将按债券面值的115%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债；在“维格转债”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前转股价格的130%（含130%），或者“维格转债”未转股余额不足3000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期利息的价格赎回全部或部分未转股的“维格转债”；在“维格转债”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，“维格转债”持有人有权将其持有的“维格转债”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，最后两个计息年度“维格转债”持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若公司“维格转债”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，“维格转债”持有人享有一次回售的权利。

## 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（以下简称“维格转债”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚基于锦泓时装集团股份有限公司（以下简称“锦泓集团”或“公司”）提供的2019年审计报告、2020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

公司主营服装设计、生产及销售业务，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%。2019年4月，公司以资本公积转增股本，总股本增加至25266.04万股。2019年6月，公司更为现名，股票简称变更为“锦泓集团”。截至2020年3月末，公司总股本为25239.55万股，控股股东王致勤和宋艳俊分别持股26.81%和20.93%。2020年4月，公司拟回购注销部分限制性股票，公司总股本减少至25111.92万股，截至本报告出具日，公司尚未完成本次回购注销减资及相关工商变更登记手续。

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2020年3月末，公司资产总额为68.48亿元，所有者权益为28.85亿元；2019年和2020年1~3月，公司分别实现营业收入29.13亿元和6.02亿元，利润总额1.60亿元和0.09亿元。

## 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[2018]1971号文批复核准，公司于2019年1月在上海证券交易所发行7.46亿元的“维格转债”。本期债券票面利率为第一年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。2019年5月30日，“维格转债”转股价格调整为10.52元/股。

截至2020年4月25日，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 3608.09 万元，补充流动资金 13011.15 万元，募集资金账户余额 5.19 亿元。截至本报告出具日，公司按时支付“维格转债”利息，尚未发生本金兑付。

图表 1 募集资金使用情况（单位：万元）

| 项目名称                                  | 项目投资总额          | 拟使用募集资金额        | 已使用募集资金金额       | 使用比例          |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 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        | 4527.21         | 9.82%         |
| 智能制造、智慧零售及供应链协同信息化平台                  | 36290.00        | 15488.57        | 3608.09         | 23.30%        |
| 补充流动资金                                | 13000.00        | 13000.00        | 13011.15        | 100.09%       |
| <b>合计</b>                             | <b>95401.43</b> | <b>74600.00</b> | <b>21146.46</b> | <b>28.35%</b> |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 宏观经济与政策环境

### 一季度 GDP 同比将出现较大幅度负增长，海外疫情升温会制约二季度经济反弹

2 月前后国内新冠疫情处于高发期，必要的防控措施已对消费、投资及对外贸易活动带来严重冲击，1-2 月主要宏观经济指标均现两位数的同比负增长。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速。但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响。预计一季度 GDP 同比增速将为-5.0%至-10.0%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍将处于高发期，外需会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

### 一季度宏观政策以“救急”为主，二季度之后有可能出台全面经济纾困计划

2 月以来央行实施降息降准，定向滴灌力度明显加大，财政减税降费持续加码，重点缓解疫情期间小微企业面临的生存及运营压力，稳定就业岗位。考虑到本次疫情冲击烈度远超预期，会对全年就业形势形成较大压力，预计二季度之后有可能出台全面经济纾困计划，主要包括大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及房地产限购等。为此，除上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模外，不排除年内发行特别国债筹资的可能。未来货币政策将保持边际宽松态势，二季度降息降准还会持续推进，同时央行将坚守不搞大水漫灌底线。

## 行业分析

2019 年受宏观经济波动、中美贸易摩擦影响，我国服装行业需求有所下滑，2020 年预计新冠疫情致全球经济增速下行，服装行业需求仍持续疲弱

2019年，受宏观经济波动、中美贸易摩擦影响，我国服装行业景气度下行，需求同比有所下滑。2019年，我国限额以上企业商品零售总额13.86万亿元，同比增长1.83%；其中服装鞋帽类零售额1.35万亿元，同比下滑1.39%。2020年一季度，受新冠疫情影响，服装行业消费需求低迷，服装鞋帽类零售额0.23万亿元，同比下滑34.20%。出口方面，受中美贸易摩擦影响，中国服装出口规模有所下降。2019年，我国服装及衣着附件出口金额1513.68亿美元，同比下滑3.97%；纺织纱线、织物及制品出口金额1201.99亿美元，同比微增0.92%。2020年一季度，受新冠疫情全球大流行影响，全球服装行业需求大幅下滑，服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口金额分别为225.70亿美元和226.94亿美元，同比分别下滑23.31%和15.64%。预计2020年，受新冠疫情影响，全球经济增速下行，服装等终端零售行业景气度持续疲弱，需求仍有所下滑。

图表2 近年我国服装鞋帽类零售额情况（单位：万亿元）



图表3 近年我国服装出口情况（单位：亿美元）



资料来源：Wind，东方金诚整理

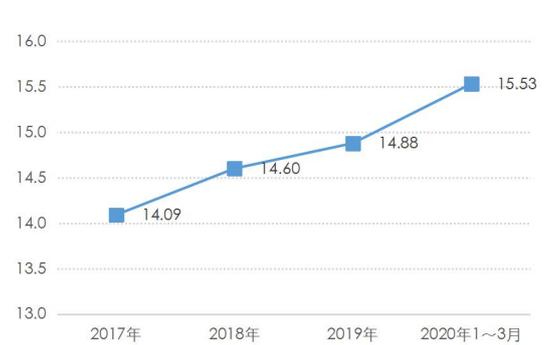
**受需求下滑、行业竞争加剧影响，服装价格有所下降，但受益于原料价格下滑较多，毛利率有所提高，2020年预计产品价格下行持续，大型服装企业受益于规模和渠道优势，中长期盈利保持稳定**

2019年，受服装需求下滑、行业竞争加剧影响，服装产品价格有所下滑。2019年末，纺织服装、鞋、帽制造业出口价格指数为101.30，同比下滑2.97%。成本方面，服装原料价格有所下降。2019年末，柯桥纺织原料和服装面料价格指数分别为81.51和117.18，同比分别下滑4.22%和0.03%。2019年，纺织服装业营业成本同比下滑7.94%。受益于原料等成本下降幅度大于销售价格，服装行业毛利率有所提高。2020年一季度，纺织服装业平均毛利率15.53%，同比增加0.65个百分点。预计2020年，服装行业需求下滑，产品价格下行，但受益于原料成本下降幅度较大，毛利率有所提升。在中小企业出清、行业集中度提升的背景下，大型服装生产企业受益于规模和销售渠道优势，中长期盈利仍保持稳定。

图表4 近年纺织服装业营业成本走势(单位: 万亿元)



图表5 近年纺织服装业毛利率走势 (单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

## 业务运营

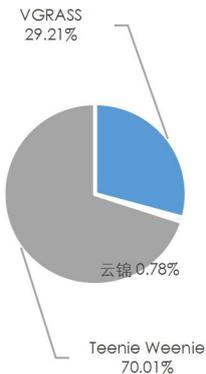
### 经营概况

公司营业收入和毛利润仍主要来源于 VGRASS 和 Teenie Weenie 品牌服装产销, 跟踪期内, 公司主营业务收入、毛利润和毛利率均有所下滑

跟踪期内, 公司营业收入和毛利润仍主要来源于 VGRASS 和 Teenie Weenie 品牌服装产销。2019 年, 公司主营业务收入同比下滑 5.74%, 受 VGRASS 和 Teenie Weenie 品牌服装毛利润下滑影响, 公司主营业务毛利润同比下降 7.44%, 毛利率同比减少 1.24 个百分点。2020 年 1~3 月, 公司主营业务收入、毛利润和毛利率同比均有所下滑。

图表6 公司主营业务收入和盈利情况 (单位: 亿元、%)

| 项目            | 2017年 |        | 2018年 |        | 2019年 |        | 2020年1~3月 |        |
|---------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|
|               | 收入    | 占比     | 收入    | 占比     | 收入    | 占比     | 收入        | 占比     |
| VGRASS        | 7.92  | 30.96  | 8.62  | 28.01  | 8.48  | 29.21  | 1.98      | 32.90  |
| 云锦            | 0.22  | 0.86   | 0.23  | 0.75   | 0.23  | 0.78   | 0.03      | 0.49   |
| Teenie Weenie | 17.44 | 68.18  | 21.93 | 71.24  | 20.32 | 70.01  | 4.01      | 66.61  |
| 合计            | 25.58 | 100.00 | 30.79 | 100.00 | 29.02 | 100.00 | 6.02      | 100.00 |
| 项目            | 毛利润   | 毛利率    | 毛利润   | 毛利率    | 毛利润   | 毛利率    | 毛利润       | 毛利率    |
| VGRASS        | 5.55  | 70.12  | 5.93  | 68.78  | 5.80  | 68.37  | 1.26      | 63.42  |
| 云锦            | 0.15  | 69.87  | 0.17  | 71.40  | 0.17  | 73.27  | 0.02      | 67.12  |
| Teenie Weenie | 12.12 | 69.52  | 15.18 | 69.21  | 13.73 | 67.59  | 2.54      | 63.46  |
| 合计            | 17.83 | 69.71  | 21.28 | 69.10  | 19.69 | 67.86  | 3.82      | 63.47  |



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司是国内知名服装企业, 旗下品牌 VGRASS 和 Teenie Weenie 维持较高知名度, 跟踪期内, 公司线下门店数量保持增长, 同时加强新零售渠道建设, 推动线上线下协同发展

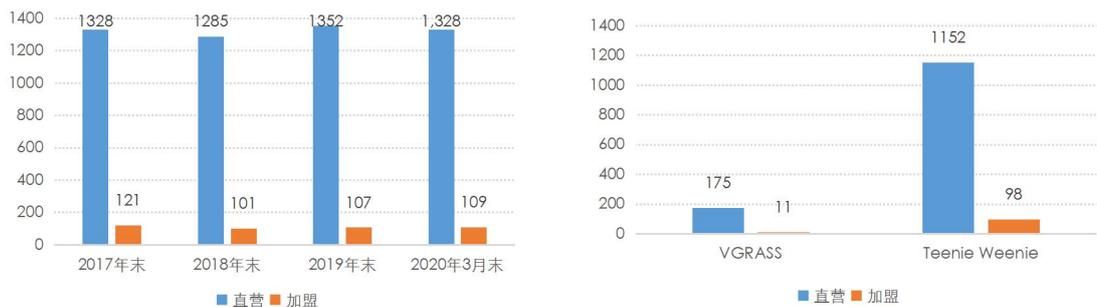
公司是国内知名服装企业, 旗下品牌包括维格娜丝 (VGRASS) 品牌女装、元先和 Teenie Weenie 品牌服装, 主要产品为高档女装、中高端女装、男装、婴童服装和云锦产品等。TEENIE

WEENIE 品牌定位于中高端休闲服饰，VGRASS 品牌定位于高端女装。跟踪期内，公司线下渠道的门店数量保持增长，新零售渠道建设推进，推动线上线下协同发展，旗下品牌 VGRASS 和 Teenie Weenie 保持较高知名度。

2019 年，公司适应新的市场环境，在保持核心价格带基本不变的情况下，满足顾客产品性价比方面的诉求。分品牌看，公司根据其各自所处的不同发展阶段，Teenie Weenie 品牌成立了男、女、童装三个事业部进行独立运营，并依托传统电商、内容电商、直播平台、自媒体等进行线上宣传，提升品牌影响力。VGRASS 在产品面料、设计、版型、销售渠道和店铺装修水平等方面均有所提升，同时在线上渠道开设了 VGRASS 品牌天猫官方旗舰店，通过对社交媒体工具的运用，为线下门店引流，促进线上线下业务的融合。

跟踪期内，由于公司意大利子公司长期处于亏损状态，公司决定将亏损的意大利子公司终止经营，关闭意大利设计中心和 VGRASS 米兰旗舰店，受此影响，公司设计人员和相关研发投入有所减少。截至 2019 年末，公司拥有设计人员 188 人，较 2018 年减少 16 人；公司投入设计研发费用 0.95 亿元，同比减少 8.65%。

图表 7 近年公司门店数量及截至 2020 年 3 月末各品牌门店数量情况（单位：家）<sup>1</sup>



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## VGRASS

跟踪期内，VGRASS 品牌服装门店数量有所增长，同时拓展线上渠道，但受终端零售疲软及市场竞争加剧等因素影响，销量和收入减少，毛利润有所下滑

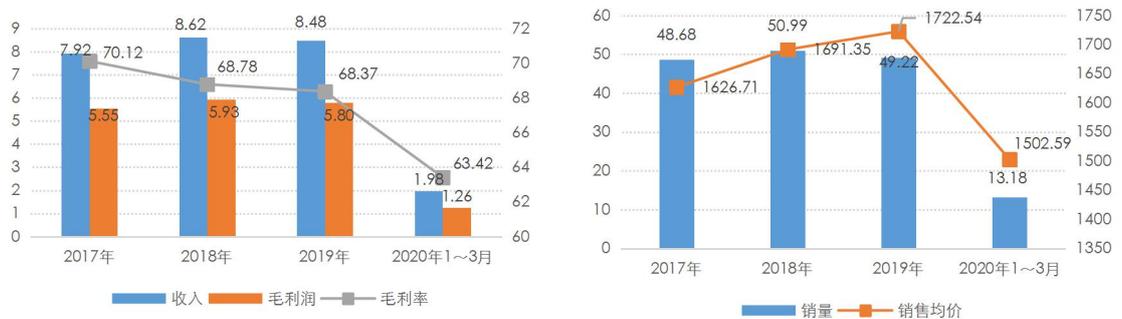
VGRASS 品牌服装主要包括裙子、外套、上衣及其他服装、配饰等，主要由上海维格娜丝时装有限公司负责运营。跟踪期内，VGRASS 品牌服装销售渠道仍以线下直营门店销售为主。截至 2020 年 3 月末，VGRASS 门店数量 186 家，其中直营店 175 家，加盟店 11 家，较 2019 年 3 月末分别增加 25 家和 9 家，开设了包括上海恒隆港汇在内的多个高端商场店铺。线上方面，公司开设了 VGRASS 品牌天猫官方旗舰店，通过直播、小程序等新型销售模式，推动线上销售的增长。

2019 年，受零售环境持续疲弱影响，VGRASS 品牌服装销量为 49.22 万件，较上年减少 3.47%，产销率为 86.59%，较上年下降 20.61 个百分点。销售价格方面，2019 年 VGRASS 品牌服装销售价格为 1722.54 元/件，较上年增长 1.84%，主要系售价较高的外套占比提高所致。

<sup>1</sup> 截至 2020 年 3 月末各品牌门店数量不含云锦，云锦仅有 1 家直营店。

2019年，VGRASS品牌服装收入和毛利润分别为8.48亿元和5.80亿元，同比分别下滑1.69%和2.27%，主要系终端零售疲软及市场竞争加剧所致。2020年1~3月，收入和毛利润分别为1.98亿元和1.26亿元，同比分别增长7.38%和1.12%，主要系公司在疫情背景下进行线上渠道的拓展所致。

图表8 VGRASS女装盈利及销售情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年，VGRASS品牌服装自有产能20.25万件/年，同比有所增加；自产产量18.81万件<sup>2</sup>，同比增长31.25%，大幅增长主要系秋冬季服装产量增加所致。采购方面，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。2019年，VGRASS品牌服装主面料采购价格下降，但由于整体销售折扣增加，VGRASS品牌服装毛利率有所下滑。

图表9 VGRASS品牌服装生产及主面料采购情况（单位：万件/年、万件、%、万米、元/米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

预计2020年，零售环境仍不景气，一般消费者对高端服装消费意愿不高，公司将继续推动线上渠道拓展，并保持一定折扣力度，提升高净值客户的粘性。预计VGRASS品牌服装销量保持稳定，在销售均价下滑背景下，收入将有所减少，毛利率将有所下降。

<sup>2</sup> 此处为公司VGRASS自产数量，剩余30.03万件为外包生产。

## Teenie Weenie

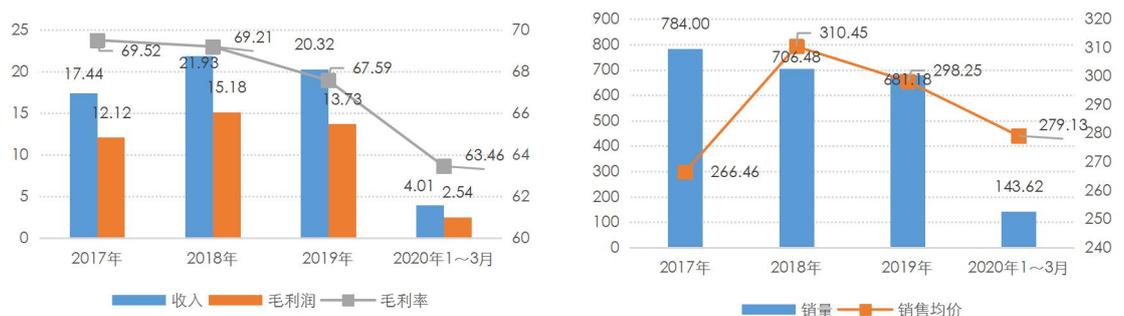
跟踪期内，受零售环境疲软及市场竞争加剧等因素影响，Teenie Weenie 品牌服装销量和销售价格均有所下滑，收入和毛利率有所下降

Teenie Weenie 品牌服装主要包括女装、男装、童装以及婴童等品类，主要由甜维你（上海）商贸有限公司（以下简称“甜维你”）负责运营。2019 年甜维你收入和利润总额分别为 18.87 亿元和 3.34 亿元，同比分别下滑 5.87%和 32.85%。

Teenie Weenie 品牌服装销售渠道分为线上和线下，线上销售主要为天猫旗舰店等线下销售门店分为直营和加盟两种，以直营门店为主。2019 年，公司对 Teenie Weenie 品牌架构调整，电商业务按照男装、女装和童装进行拆分，聚焦卖场的精细化运营，Teenie Weenie 品牌服装门店数量有所增加。2020 年 1~3 月，Teenie Weenie 品牌服装门店数量有所减少，截至 2020 年 3 月末，Teenie Weenie 品牌服装门店数量 1250 家，较 2019 年末减少 22 家，其中，直营店 1152 家，较 2019 年末减少 24 家；加盟店 98 家，较 2019 年末增加 2 家。2020 年 1~3 月，公司加大线上渠道的投入，强化了电商的运营团队，进驻了小红书等新电商平台、组建了天猫直播业务团队、拓展了自媒体平台。同时，公司增加了电商专用商品设计团队的人员，依托平台大数据和人群画像，实现了专用产品的针对性开发，产品产销率有所提高。

受零售环境疲软、市场竞争加剧等因素影响，2019 年 Teenie Weenie 品牌服装销售量同比下降 3.58%。2019 年 Teenie Weenie 品牌服装价格为 298.25 元/件，较上年同比下滑 3.93%，主要系市场竞争加剧致产品降价所致。2019 年及 2020 年 1~3 月，Teenie Weenie 品牌服装收入分别为 20.32 亿元和 4.01 亿元，同比均有所下滑，主要系宏观经济波动致终端零售疲软、市场竞争加剧所致。

图表 10 Teenie Weenie 品牌服装盈利及销售情况（单位：亿元、%、万件、元/件）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

Teenie Weenie 品牌服装的生产均为外包，2019 年产量 847.06 万件，同比增长 7.75%，产品产销率 80.42%，同比减少 9.45 个百分点。采购方面，Teenie Weenie 品牌服装生产的成本主要包括人工成本和原材料等。其中所需的原材料主要包括主面料和毛纱等面辅料。2019 年，受销售折扣和人工成本增长影响，Teenie Weenie 品牌服装毛利率有所下滑。

预计 2020 年，零售环境景气度疲软，消费者更倾向于高性价比的服装，公司 Teenie Weenie 品牌服装将更趋于以价换量，保持较大的折扣力度，以期提升销量。在加大线上渠道拓展的背景下，预计 Teenie Weenie 品牌服装销量总体稳定，受打折影响，销售均价和收入将有所下滑，

同时受外包代工费用增长影响，毛利率有所下降。

## 云锦

**2019年云锦产品结构有所调整，销量整体下降，收入和毛利润保持稳定，预计未来高端产品消费乏力，云锦产品盈利将有所下滑**

公司云锦产品包括珍贵文物复制、高端艺术品、场合服饰定制、文创礼品等，主要由南京云锦研究所有限公司（以下简称“云锦研究所”）负责运营。2019年，公司对收购云锦研究所形成的商誉进行商誉减值测试，因现金流折现可回收金额低于账面价值，公司计提云锦研究所商誉减值准备130万元。

2019年，云锦工艺品和服饰产量分别为1.52万件和1.48万件，同比分别下滑9.06%和增长58.70%，主要系公司调整人员及产品生产结构所致。销量方面，云锦工艺品和服饰销量分别为1.46万件和1.49万件，同比分别减少4.47%和14.36%，主要系零售环境疲软及市场竞争加剧所致。2019年，云锦产品收入和毛利润分别为0.23亿元和0.17亿元，同比基本保持不变。2020年1~3月，云锦产品收入和毛利润分别为0.03亿元和0.02亿元，同比分别下滑37.75%和41.93%，主要系受新冠疫情影响闭店所致。

预计2020年，受新冠疫情闭店和高端产品消费乏力影响，云锦产品销量下滑，收入将有所减少。同时，受人员调整影响成本有所下降，产品毛利率降幅较2020年一季度有望收窄。

## 重大事项

**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**

截至2020年3月末，公司实际控制人王致勤持有公司股份67659420股，已累计质押67574080股；宋艳俊持有公司股份52825920股，已累计质押52825920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%。

综上所述，跟踪期内，公司旗下品牌“VGRASS”和“Teenie Weenie”维持较高知名度。受终端零售疲软、市场竞争加剧等因素影响，主要品牌服装销量下滑导致收入下降，同时受商品降价或打折影响，毛利率有所下滑。预计2020年，零售环境景气度持续疲弱，终端服装消费量有所减少，公司整体盈利能力仍将有所下滑。

## 公司治理与战略

跟踪期内，公司在治理结构及高级管理人员方面无重大变动。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2019年合并财务报告及2020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）<sup>3</sup>对公司 2019 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。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表的直接控股子公司 8 家。

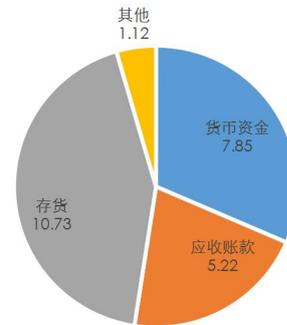
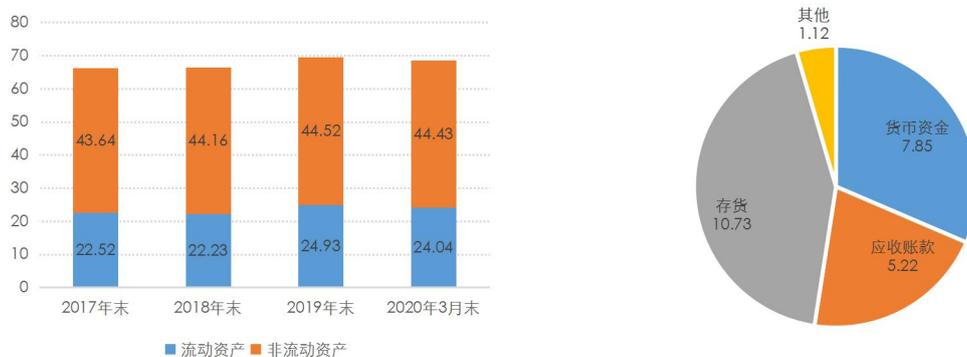
### 资产构成与资产质量

**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，公司仍将面临较大减值风险**

2019 年末公司资产总额同比增长 4.60%，非流动资产占比 64.11%，资产结构仍以非流动资产为主。

2019 年末，公司流动资产同比增长 12.11%，仍主要由存货、货币资金和应收账款构成。公司存货账面价值 10.73 亿元，同比增长 28.36%，主要系库存商品和原材料增加所致。公司 2019 年末计提存货跌价准备 636.05 万元。公司存货周转率 0.99 次，受存货增长较快影响，存货周转效率下滑，低于行业平均水平。公司货币资金期末余额为 7.85 亿元，较上年末增长 6.82%，主要系银行存款增加所致；受限货币资金 5.42 亿元，占比为 69.12%，主要系诉讼中财产保全而被冻结所致。2020 年 3 月末，公司货币资金大幅增加，主要系线上销售提升、经营回款增加以及原料采购支出减少所致。公司应收账款主要为应收下游百货商场门店的结算款。2019 年末，公司应收账款账面价值为 5.22 亿元，同比下降 4.51%，主要系经营回款增加所致；其中，账龄在 1 年以内的应收账款占比为 97.61%。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，2019 年末计提坏账准备 0.31 亿元。2020 年 3 月末，公司应收账款账面价值较 2019 年末下降 33.24%，主要系年后店铺结算回款增加导致应收账款减少所致。

图表 11 公司资产构成情况（单位：亿元） 图表 12 2019 年末流动资产构成（单位：亿元）



| 项目        | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 存货周转率（次）  | 1.60  | 1.24  | 0.99  |
| 总资产周转率（次） | 0.62  | 0.47  | 0.43  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年末，公司非流动资产同比增长 0.81%，仍主要由商誉和无形资产构成，合计占非流动资产的比例为 91.50%。2019 年末，公司商誉账面价值 25.25 亿元，同比略有下降，主要系云锦研究所商誉减值增加所致。2020 年 3 月末，公司商誉保持不变。公司商誉规模较大，若未来被收购企业盈利不及预期，公司将面临较大商誉减值风险。公司无形资产主要由收购 Teenie

<sup>3</sup> 原名“江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）”，2019 年 6 月变更为现名。

Weenie 获得的商标权构成，2019 年末及 2020 年 3 月末账面价值分别为 15.49 亿元和 15.47 亿元，较 2018 年末变化不大。2019 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 2019 年末，公司受限资产为 5.61 亿元，占资产总额的比重为 8.08%，其中受限货币资金 5.42 亿元，受限固定资产 0.14 亿元，受限无形资产 0.04 亿元，受限 1 年内到期的非流动资产 0.01 亿元。

## 资本结构

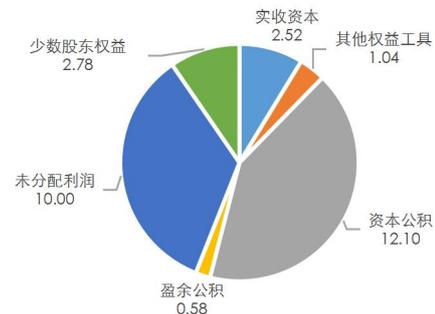
### 跟踪期内，受益于其他权益工具和未分配利润增加，公司所有者权益有所增长

受其他权益工具和未分配利润增加影响，2019 年末公司所有者权益略有增长。2019 年末，公司所有者权益主要由资本公积、未分配利润、实收资本和其他权益工具构成。公司资本公积同比减少、实收资本同比增长，主要系公司以资本公积转增股本所致。受益于经营积累，公司未分配利润有所增长。公司其他权益工具增长较多，主要系“维格转债”中权益部分划入其他权益工具所致。

图表 13 公司所有者权益情况(单位:亿元)



图表 14 2019 年末公司所有者权益构成(单位:亿元)



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司债务规模保持增长，债务负担仍较重，2022 年存在一定集中偿付压力

2019 年末，公司负债总额同比增长 2.68%，以流动负债为主，流动负债占比为 72.42%。跟踪期内，公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。

公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的杭金投<sup>4</sup>和招商银行银团长期借款。2020 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债大幅减少，主要系一年内到期的招商银行银团延期<sup>5</sup>所致。公司其他应付款主要为受让 Teenie Weenie 资产剩余应付的尾款，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他应付款期末余额分别为 5.10 亿元和 5.17 亿元。

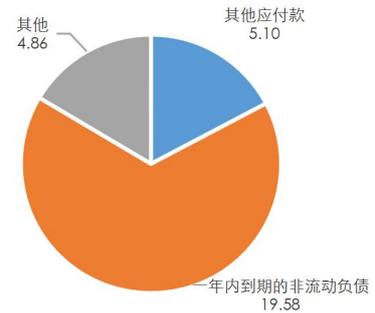
<sup>4</sup> 全称为杭州金投维格投资合伙企业(有限合伙)，简称“杭金投”。

<sup>5</sup> 2020 年 3 月 5 日，公司与招商银行股份有限公司南京分行、江苏银行股份有限公司南京城北支行、招商银行股份有限公司南京分行签订了《人民币 1775520000 元银团贷款合同之补充协议》，将截至补充协议签署之日公司在贷款合同项下尚未偿还的本金金额人民币 800000000 元的贷款到期日延期至 2022 年 2 月 28 日，利率仍为 4.75%，保持不变。

图表 15 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



图表 16 2019 年末公司流动负债构成 (单位: 亿元)



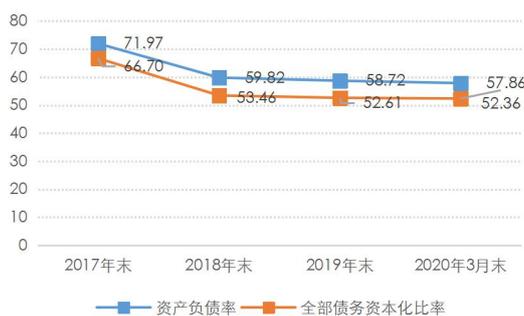
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2019 年末, 公司非流动负债同比减少 59.21%, 非流动负债主要由应付债券和长期借款构成, 合计占非流动负债的比例为 98.39%。2019 年末, 公司应付债券大幅增加, 主要系发行“维格转债”所致。2020 年 3 月末, 应付债券略有增加, 主要系应付利息增加所致。公司长期借款全部为抵质押和保证借款, 2019 年末同比大幅减少, 主要系转入一年内到期的非流动负债科目所致。2020 年 3 月末, 公司长期借款大幅增长, 主要系一年内到期的招商银行银团延期 所致。

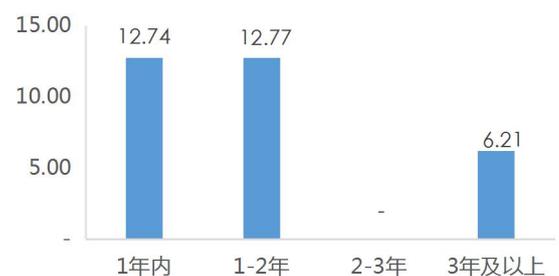
2020 年 3 月末, 公司全部有息债务较 2019 年末略有下降, 以长期有息债务为主。同期末, 资产负债率及全部债务资本化比率较 2019 年末均小幅下降, 但债务负担仍较重。

从债务期限结构来看, 截至 2020 年 3 月末, 公司未来一年内应偿还 12.74 亿元有息债务, 未来第二年应偿还 12.77 亿元有息债务。2020 年 5 月, 公司与杭金投签订合伙协议补充协议, 将约定于 2020 年 6 月、9 月以及 2021 年 6 月的支付价款延期 2 年, 公司未来两年债务集中偿付压力有所缓解, 但 2022 年仍存在一定集中偿付压力。

图表 17 公司负债比率情况 (单位: %)



图表 18 截至 2020 年 3 月末公司全部债务期限结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

图表 19 公司全部债务情况（单位：亿元）

| 项目     | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 3 月末 |
|--------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期有息债务 | 4.66    | 3.28    | 20.76   | 12.74       |
| 长期有息债务 | 32.49   | 27.37   | 11.06   | 18.98       |
| 全部债务   | 37.15   | 30.65   | 31.83   | 31.72       |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

## 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，受销售费用增长和投资收益减少影响，利润总额大幅下滑，预计 2020 年零售环境持续疲弱、行业竞争加剧，公司盈利仍将有所减弱

2019 年，受终端零售疲弱、竞争加剧影响，公司营业收入 29.13 亿元，同比下降 5.59%，营业利润率为 67.10%，较上年同期下降 1.46 个百分点。跟踪期内，受店员薪酬、店铺房租及装修费用摊销增加影响，公司销售费用持续增长。受此影响，公司期间费用和期间费用率同比有所增加，对公司利润造成一定侵蚀；同时，2019 年公司未实现投资净收益。公司营业利润和利润总额分别为 1.31 亿元和 1.60 亿元，同比大幅下滑。从资产盈利情况来看，跟踪期内，公司净资产收益率和总资产收益率同比均有所下降，整体盈利能力有所下滑。

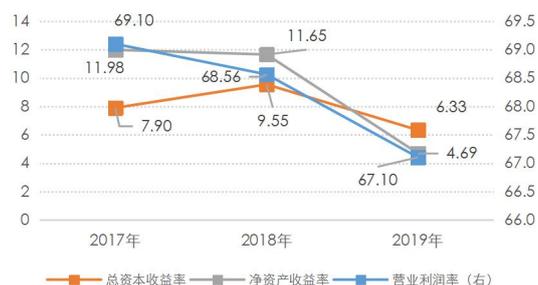
2020 年 1~3 月，公司营业收入 6.02 亿元，同比下降 12.50%，主要系 Teenie Weenie 品牌服装销售下滑所致。公司营业利润和利润总额分别为-0.12 亿元和 0.09 亿元，其中营业外收入 0.25 亿元，主要为政府补助。

预计 2020 年，零售环境景气度持续疲弱、行业竞争加剧，终端服装消费量有所减少，公司收入将有所下滑。同时，受服装降价以及打折影响，毛利率将有所下降，盈利有所减弱。

图表 20 公司收入和利润情况（单位：亿元）



图表 21 公司主要盈利指标情况（单位：%）



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有所下降，投资性现金大幅净流出，筹资性现金净流出有所减少

2019 年，公司经营性净现金流为 2.31 亿元，同比有所下降，主要系收入下滑、销售商品获得的现金减少所致，现金收入比为 114.86%，保持稳定；投资性净现金流为-6.39 亿元，投资

性现金净流出增加，主要系支付的其他与投资有关的现金中，因诉讼中财产保全而被冻结的银行存款增加 4.93 亿元所致，另 2018 年公司收回理财等投资收回的现金约 2.34 亿，2019 年公司无此类投资收回的现金净流入；筹资性净现金流为-0.52 亿元，净流出有所减少，主要系发行“维格转债”筹资活动现金流入增加，且偿还债务支付的现金减少所致。2020 年一季度，受益于线上销售渠道的扩展，公司经营性净现金流较好。

图表 22 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 偿债能力

2019 年末，公司流动比率和速动比率均同比大幅下降；受流动负债规模同比大幅增长影响，公司经营性现金流动负债比大幅下滑。公司 EBITDA 利息倍数下降、全部债务/EBITDA 倍数增加，偿债能力下滑。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金为 9.91 亿元，其中受限货币资金 5.37 亿元，短期有息债务为 12.74 亿元，账面货币资金对短期有息债务的覆盖不足。

截至 2020 年 3 月末，未来一年内公司需偿还的债务主要为一年内到期非流动负债 11.56 亿元、招商银行银团借款本金 0.10 亿元，付息约 2.48 亿元。鉴于 2020 年 5 月，公司与杭金投签订补充协议，一年内到期的非流动负债延期两年，按此计算，未来一年公司刚性债务合计约 2.58 亿元。

图表 23 2017 年~2019 年及 2020 年 3 月公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

| 项目          | 2017年  | 2018年  | 2019年 | 2020年3月 |
|-------------|--------|--------|-------|---------|
| 流动比率        | 150.94 | 183.05 | 84.40 | 117.46  |
| 速动比率        | 103.55 | 114.21 | 48.06 | 70.09   |
| 经营现金流动负债比   | 25.41  | 35.98  | 7.83  | -       |
| EBITDA 利息倍数 | 2.78   | 3.30   | 2.15  | -       |
| 全部债务/EBITDA | 6.13   | 3.92   | 5.97  | -       |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 同业比较

同业对比来看，公司资产总额靠前，但营业总收入和存货周转率排名靠后，毛利率处于对

比组前列，经营现金流流动负债比水平一般，资产负债率较高，债务负担处于对比组较高水平。

图表 24 同业比较情况

| 项目            | 锦泓集团  | 朗姿股份有限公司 | 搜于特集团股份有限公司 | 起步股份有限公司 |
|---------------|-------|----------|-------------|----------|
| 总资产（亿元）       | 69.45 | 52.99    | 113.16      | 25.74    |
| 营业总收入（亿元）     | 29.13 | 30.07    | 129.48      | 15.23    |
| 毛利率（%）        | 67.71 | 58.24    | 7.99        | 32.60    |
| 存货周转率（次）      | 0.99  | 1.29     | 4.01        | 5.31     |
| 经营现金流流动负债比（%） | 7.83  | 55.25    | 2.20        | -0.44    |
| 资产负债率（%）      | 58.72 | 30.44    | 49.05       | 34.98    |

注：起步股份有限公司主体信用等级为 AA-/稳定，朗姿股份有限公司和搜于特集团股份有限公司主体信用等级均为 AA/稳定，数据来自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润总额大幅下滑，盈利能力有所减弱。受盈利下滑影响，公司经营性净现金流有所下降。预计 2020 年，在零售环境景气度疲弱的背景下，公司盈利仍将有所下滑，同时 2022 年仍存在一定债务集中偿付压力。

### 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 1 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行债券已按期付息，未发生违约情况。

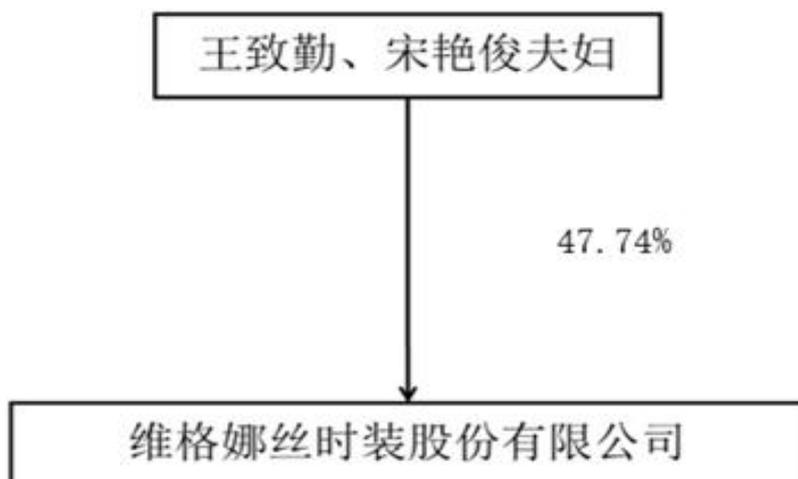
### 抗风险能力及结论

公司是国内知名服装企业，旗下品牌 VGRASS 和 Teenie Weenie 维持较高知名度，跟踪期内，公司线下门店数量保持增长，同时加强新零售渠道建设，推动线上线下协同发展；跟踪期内，受益于其他权益工具和未分配利润增加，公司所有者权益有所增长。

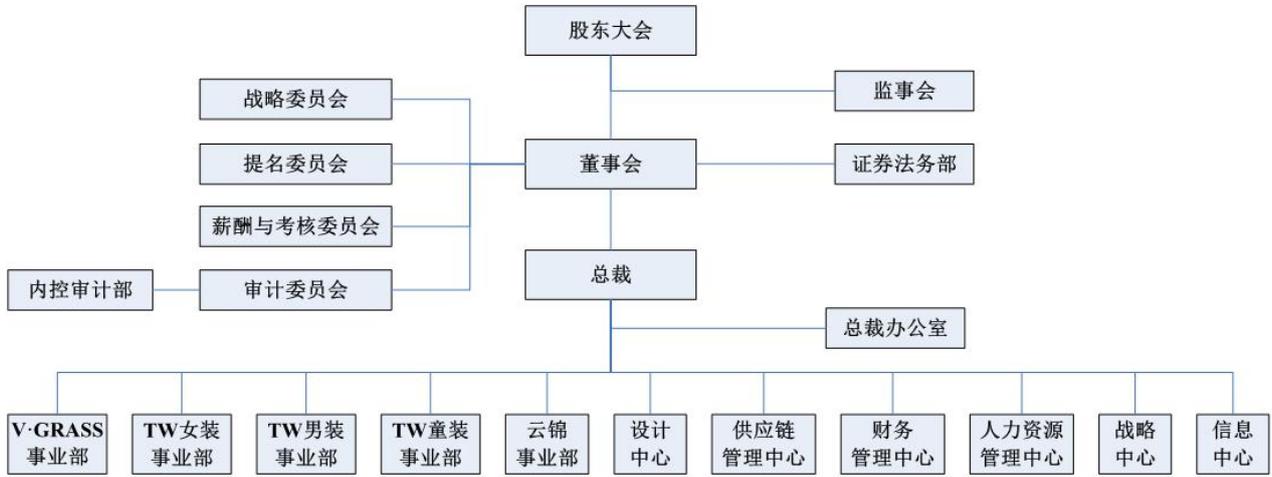
同时，东方金诚关注到，受宏观经济波动、中美贸易摩擦影响，跟踪期内，我国服装行业需求有所下滑；跟踪期内，公司主要品牌服装销量下降，营业收入有所下滑，受销售费用高企和投资收益减少影响，利润总额大幅下滑，盈利能力有所下降；公司资产总额中商誉和无形资产占比仍较高，若未来 Teenie Weenie 品牌服装业务盈利不及预期，公司仍将面临一定减值风险；公司债务负担仍较重，2022 年存在一定债务集中偿付压力；公司实际控制人质押股份为公司借款提供担保，跟踪期内，质押比例仍较高。

综上所述，东方金诚维持锦泓集团主体信用等级为 AA，评级展望调整为负面；维持“维格转债”的信用等级为 AA，并移出信用评级观察名单。

附件一：截至 2020 年 3 月末锦泓集团股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末锦泓集团组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

| 项目名称               | 2017年  | 2018年  | 2019年  | 2020年3月 |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>主要财务数据及指标</b>   |        |        |        |         |
| 资产总额 (亿元)          | 66.17  | 66.40  | 69.45  | 68.48   |
| 所有者权益 (亿元)         | 18.55  | 26.68  | 28.67  | 28.85   |
| 负债总额 (亿元)          | 47.62  | 39.72  | 40.78  | 39.62   |
| 短期债务 (亿元)          | 4.66   | 3.28   | 20.76  | 12.74   |
| 长期债务 (亿元)          | 32.49  | 27.37  | 11.06  | 18.98   |
| 全部债务 (亿元)          | 37.15  | 30.65  | 31.83  | 31.72   |
| 营业收入 (亿元)          | 25.64  | 30.86  | 29.13  | 6.02    |
| 利润总额 (亿元)          | 3.15   | 4.33   | 1.60   | 0.09    |
| 净利润 (亿元)           | 2.22   | 3.11   | 1.35   | 0.04    |
| EBITDA (亿元)        | 6.06   | 7.81   | 5.33   | -       |
| 经营活动产生的现金流量净额 (亿元) | 3.79   | 4.37   | 2.31   | 2.65    |
| 投资活动产生的现金流量净额 (亿元) | -38.30 | 0.47   | -6.39  | -0.08   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 (亿元) | 39.39  | -3.96  | -0.52  | -0.45   |
| 毛利率 (%)            | 69.68  | 69.05  | 67.71  | 63.49   |
| 营业利润率 (%)          | 69.10  | 68.56  | 67.10  | 62.28   |
| 销售净利率 (%)          | 8.67   | 10.07  | 4.62   | 0.68    |
| 总资本收益率 (%)         | 7.90   | 9.55   | 6.33   | -       |
| 净资产收益率 (%)         | 11.98  | 11.65  | 4.69   | -       |
| 总资产收益率 (%)         | 3.36   | 4.68   | 1.94   | -       |
| 资产负债率 (%)          | 71.97  | 59.82  | 58.72  | 57.86   |
| 长期债务资本化比率 (%)      | 63.66  | 50.63  | 27.85  | 39.67   |
| 全部债务资本化比率 (%)      | 66.70  | 53.46  | 52.61  | 52.36   |
| 货币资金/短期债务 (%)      | 141.91 | 223.67 | 37.79  | 77.81   |
| 非筹资性现金净流量债务比率 (%)  | -92.88 | 15.80  | -12.81 | -       |
| 流动比率 (%)           | 150.94 | 183.05 | 84.40  | 117.46  |
| 速动比率 (%)           | 103.55 | 114.21 | 48.06  | 70.09   |
| 经营现金流动负债比 (%)      | 25.41  | 35.98  | 7.83   | -       |
| EBITDA 利息倍数 (倍)    | 2.78   | 3.30   | 2.15   | -       |
| 全部债务/EBITDA (倍)    | 6.13   | 3.92   | 5.97   | -       |
| 应收账款周转率 (次)        | 8.77   | 5.74   | 5.45   | -       |
| 存货周转率 (次)          | 1.60   | 1.24   | 0.99   | -       |
| 总资产周转率 (次)         | 0.62   | 0.47   | 0.43   | -       |
| 现金收入比 (%)          | 109.27 | 114.86 | 114.86 | 142.08  |

注：由于四舍五入的原因，本表中某些指标的分项数之和可能不等于合计数。

#### 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 (%)     | $\text{货币资金} / \text{短期债务} \times 100\%$   |
| 非筹资性现金净流量债务比率 (%) | $(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$             |
| 流动比率 (%)          | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$   |
| 速动比率 (%)          | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$                             |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                                    |
| 应收账款周转率 (次)       | $\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$  |
| 销售债权周转率 (次)       | $\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$                                      |
| 存货周转率 (次)         | $\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$  |
| 总资产周转率 (次)        | $\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$  |
| 现金收入比率 (%)        | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                                     |

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

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

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C   | 不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2019年维格娜丝时装股份有限公司可转换公司债券”的存续期内密切关注锦泓时装集团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，在锦泓时装集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六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，东方金诚将向锦泓时装集团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，锦泓时装集团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。如锦泓时装集团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

2020年5月13日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。