

朗姿股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100073】

评级对象: 朗姿股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

18 朗姿 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2018 年 5 月 18 日

前次跟踪: -

首次评级 AA/稳定/AAA/2017 年 12 月 12 日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 第一季度 |
|--------------------------|--------|--------|---------|----------------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 2.76 | 1.50 | 0.32 | 0.43 |
| 刚性债务 | - | 0.50 | 10.34 | 11.49 |
| 所有者权益 | 19.99 | 20.27 | 21.08 | 21.36 |
| 经营性现金净流入量 | 0.17 | 2.49 | -12.89 | -2.82 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 27.89 | 44.23 | 69.38 | 76.18 |
| 总负债 | 4.64 | 11.83 | 31.69 | 35.46 |
| 刚性债务 | 3.32 | 6.34 | 25.51 | 27.38 |
| 所有者权益 | 23.25 | 32.40 | 37.69 | 40.72 |
| 营业收入 | 11.44 | 13.68 | 23.53 | 6.46 |
| 净利润 | 0.74 | 1.84 | 1.93 | 0.63 |
| 经营性现金净流入量 | 1.51 | 1.32 | 1.29 | 0.85 |
| EBITDA | 1.41 | 2.47 | 3.46 | - |
| 资产负债率[%] | 16.63 | 26.75 | 45.68 | 46.55 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 699.27 | 511.01 | 147.75 | 148.70 |
| 流动比率[%] | 297.43 | 181.95 | 72.54 | 90.08 |
| 现金比率[%] | 78.17 | 27.87 | 7.00 | 15.65 |
| 利息保障倍数[倍] | 4.34 | 13.97 | 4.65 | - |
| 净资产收益率[%] | 3.25 | 6.61 | 5.51 | - |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 38.09 | 17.51 | 6.46 | - |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 11.76 | -21.74 | -102.36 | - |
| EBITDA/利息支出[倍] | 6.11 | 16.81 | 5.72 | - |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.35 | 0.51 | 0.22 | - |
| 担保人数据(合并口径): | | | | |
| 所有者权益合计 | 34.56 | 63.96 | 65.59 | 67.60 |
| 风险准备金 | 2.82 | 3.28 | 3.74 | 3.74 |
| 担保比率[%] | 10.11 | 12.23 | 5.61 | 6.16 |

注:根据朗姿股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据深圳高新投经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对朗姿股份有限公司(简称朗姿股份、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 朗姿 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来朗姿股份在女装业务好转、盈利能力提升等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在对外投资、资产流动性及短期刚性债务等方面所面临的压力增大。

主要优势:

- **仍具有较突出的行业地位。**朗姿股份在中高端女装市场经营历史较长,其主要女装品牌在国内中高端女装行业排名靠前,仍保持了较高的品牌知名度。跟踪期内,公司女装业务经营好转,收入及毛利率均有所提升。
- **婴童市场发展空间较大。**我国二胎政策开放以来,新生儿数量不断增长,良好的政策背景为朗姿股份的婴童业务提供了较大的发展空间。
- **医疗美容业务收入增长较快。**跟踪期内,朗姿股份医疗美容业务通过外延扩张和内生增长的方式得到较快发展,营业收入保持增长。
- **财务杠杆控制良好。**跟踪期内,朗姿股份业务规模进一步扩张,债务规模随之增长,但公司财务杠杆控制较好,目前负债经营处于较为合理的水平。
- **担保增信。**深圳高新投为本次债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,跟踪期内该担保仍然有效,提升了本次债券的偿付保障程度。

主要风险:

- **债务规模扩张迅速,即期偿债压力较大。**跟踪期内,朗姿股份各项业务发展均有较大资金需

求，公司债务融资规模快速扩大，截至 2018 年 3 月末，公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重达 81.50%，债务期限结构不合理，存在较大的即期偿付压力。

- **资产管理业务带来的债务期限错配风险。**跟踪期内，朗姿股份组建了成熟的资产管理团队从事资产管理业务，但公司现有资管产品投资规模较大，投资回报周期较长，而公司现有负债高度集中于短期刚性债务，资产负债期限结构不匹配给公司带来了一定期限错配风险。
- **境外子公司管控风险。**朗姿股份的婴童业务和化妆品业务运营仍主要集中在韩国地区。婴童业务板块运营主体阿卡邦 2017 年末应收账款余额占其当年收入总额的比重接近 30%，运营效率一般。同时，化妆品业务运营主体 L&P 经营业绩大幅下滑，公司对境外子公司的管控存在一定压力。
- **并购企业管控风险和商誉减值风险。**跟踪期内，朗姿股份并购活动较多，使得公司面临一定的并购企业管控风险；同时相关并购事项导致公司形成一定规模的商誉，若未来被并购企业的业绩不达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

评级关注

- **实际控制人股权质押风险。**截至本评级报告出具日，朗姿股份第一大股东持有公司的股权比例为 49.06%，所持股份的 72.06%已被质押，占公司总股本的 35.36%，证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。

➤ 未来展望

通过对朗姿股份及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；深圳高新投为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，认为上述公司债还本付息安全性极高，并给予上述公司债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



朗姿股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照朗姿股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(简称“18 朗姿 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据朗姿股份提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据,对朗姿股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

该公司 2017 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2017 年以来发行债务融资工具概况

| 债项名称 | 发行金额 (亿元) | 期限 (天/年) | 发行利率 (%) | 发行时间 | 本息兑付情况 |
|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|---------|
| 17 朗姿 CP001 | 5.00 | 365 天 | 5.71 | 2017 年 8 月 | 未到还本付息期 |
| 17 朗姿 CP002 | 4.00 | 365 天 | 6.80 | 2017 年 11 月 | 未到还本付息期 |
| 18 朗姿 01 | 4.00 | 5 (3+2) 年 | 7.00 | 2018 年 3 月 | 未到还本付息期 |

资料来源: Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸

易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

纺织服装行业存在较强的行业周期性，近年来受宏观经济下行、终端需求不振及生产成本上涨的不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态，纺织服装企业进入转型调整期，小型企业出现减产或停产。2017 年以来，行业出口及内销有所回暖，行业内企业收入增速出现回升，但盈利情况仍未改善。

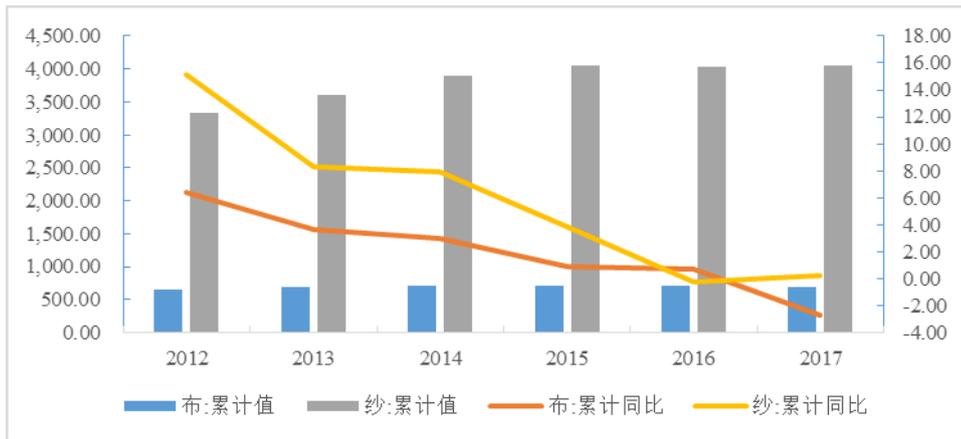
A. 行业概况

a) 纺织服装行业

纺织服装业是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。纺织服装业上游易受原料种植、养殖行业及原油、化工行业的影响，下游与商业流通及终端需求密切相关，存在较强的行业周期性。

2016 年以来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速进一步放缓。2016 年，布、纱产量分别为 715.00 亿米和 4039.50 万吨，同比增长分别为 2.70% 和 3.50%，增速分别较上年下降 0.40 个百分点和 1.20 个百分点；2017 年，我国布、纱产量分别为 695.60 亿米和 4050.00 万吨，同比增长-2.71% 和 0.26%，增速进一步下滑且已出现负增长。

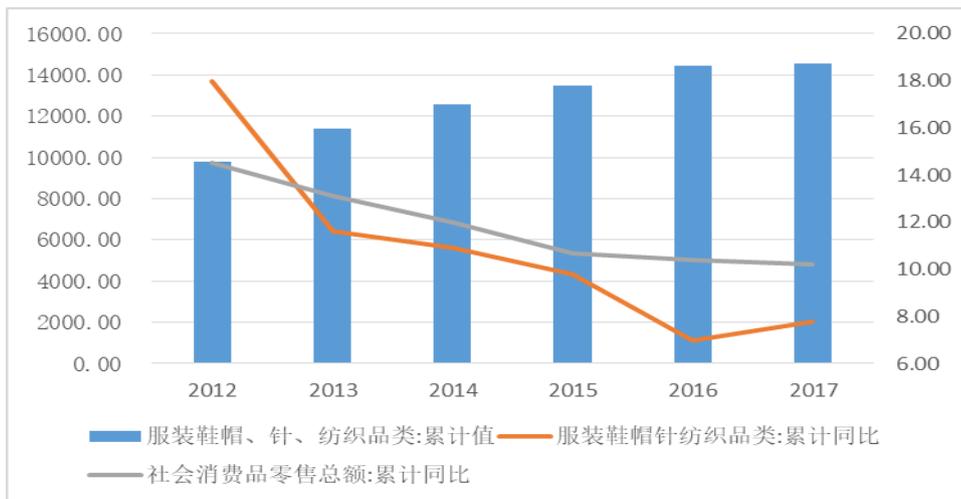
图表 2. 我国纺织服装行业主要产品产量情况（单位：亿件，%）



资料来源：Wind

内销方面，受内需增长放缓的影响，我国纺织服装业销售增速逐渐放缓，2013 年以来行业销售增速持续低于社会消费品零售总额。2017 年，我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.80%，增速较上年同期增加 0.80 个百分点，呈现小幅回升迹象，但低于社会消费品零售总额同比增加 2.40 个百分点。

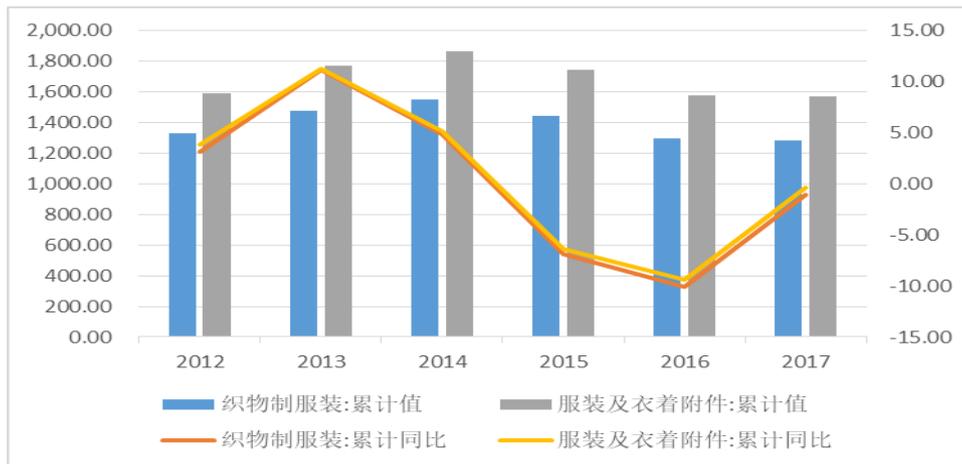
图表 3. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

出口方面，近年来受劳动力成本上升的影响，部分来自欧美市场的订单转向柬埔寨和越南等成本更低的东南亚国家，东南亚国家在中低档纺织服装领域逐渐成为我国有力的竞争者。同时，全球经济增长乏力，纺织服装外需增速放缓，也持续给我国产品出口造成压力。2015 年以来行业出口增速已出现连续三年负增长，整体贸易形势较为严峻。

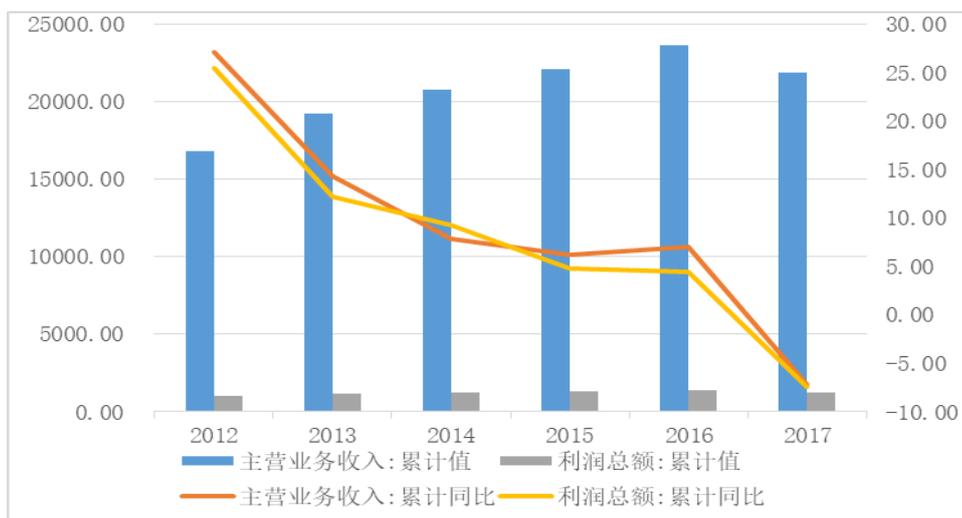
图表 4. 服装行业出口情况（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind

在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下，纺织服装行业收入增速持续回落，2017年纺织服装、服饰行业实现主营业务收入21903.90亿元，较上年下降7.21%；2017年纺织服装、服饰行业实现利润总额1263.70亿元，较上年下降7.40%。2017年行业收入利润均出现负增长，整体形势不容乐观。

图表 5. 纺织服装行业主营业务收入、利润总额变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

b) 女装行业

就女装市场而言，目前国内女装市场容量大，竞争也尤为激烈，生产企业多达2万多家，呈现“多、小、散”的局面，市场集中度较低，前十大品牌市场占有率约20%左右。由于我国女装品牌化起步较晚，在品牌、设计、技术、工艺、营销等方面与国际女装企业差距大，导致市场占有率和品牌认知度相对较低，女装市场主要由外资企业所把持，主要包括丹麦 Bestseller 集团（旗下女装品牌包括 ONLY、VERO MODA）、法国的 ETAM 集团（主打品牌 ETAM）、

韩国的衣恋集团（女装品牌系列包括 E-land、Teenie Weenie、Roem、Rrich）。国内女装主要上市公司包括该公司、日播时尚、歌力思、维格娜丝、拉夏贝尔等，除拉夏贝尔外，公司与其他几家上市公司业务体量相近。从财务数据看，2017 年大部分女装上市公司经营业绩均出现回升。

图表 6. 女装行业上市公司收入利润变化情况（单位：亿元）

| 女装行业上市公司名称 | 营业收入（合并口径） | | | | | 净利润（合并口径） | | | | |
|-----------------|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
| 朗姿股份（002612.SZ） | 13.79 | 12.35 | 11.44 | 13.68 | 23.53 | 2.34 | 1.21 | 0.74 | 1.84 | 1.93 |
| 拉夏贝尔（603157.SH） | 50.35 | 62.09 | 74.39 | 85.51 | 89.99 | 4.13 | 5.11 | 6.58 | 5.72 | 5.37 |
| 日播时尚（603196.SH） | 9.29 | 9.11 | 8.98 | 9.49 | 10.73 | 1.13 | 0.84 | 0.75 | 0.77 | 0.77 |
| 维格娜丝（603518.SH） | 7.46 | 8.47 | 8.24 | 7.44 | 25.64 | 1.36 | 1.38 | 1.12 | 1.00 | 2.22 |
| 歌力思（603808.SH） | 7.10 | 7.44 | 8.35 | 11.32 | 20.53 | 1.37 | 1.38 | 1.60 | 2.22 | 3.55 |
| 安正时尚（603839.SH） | 11.41 | 11.72 | 12.25 | 12.06 | 14.21 | 2.52 | 2.29 | 2.44 | 2.36 | 2.73 |

资料来源：Wind、新世纪评级整理

c) 婴童行业

根据 Euromonitor 报告显示，2016 年我国童装市场规模约 1,450.11 亿元，同比增长 5.69%，其中女童服装占比最高，约为 42%，男童服装占比 39%，婴幼儿服装占比 19%。0-14 岁是童装消费年龄层，据国家统计局数据显示，目前我国 0-14 岁的人口数约为 2.3 亿元，占人口总数的 18%，近年来二胎政策开放后，新生儿数量不断增长，2014-2016 年分别为 1,688 万人、1,735 万人和 1,846 万人，未来新增人口产生的市场需求将逐步显现，婴童产业市场规模将进一步扩大。另外，近年来我国人均收入水平和消费支出不断提高，消费能力逐渐增强。据中国儿童产业研究中心调查显示，我国 80% 左右的家庭中儿童支出占其总支出的 30%-50%，婴童消费已成为家庭消费的最大支出之一，体现了家庭支出的消费升级。随着国民收入水平的不断提高，增强的消费能力也为婴童产业的繁荣提供了一定保障。

与成人服装行业相比，我国童装行业起步较晚，从产业的周期来看，童装行业尚处于成长阶段，未来发展空间较大。市场占有率方面，2016 年我国前十名的童装品牌占有率之和仅为 12.2%（除行业排名第一的巴拉巴拉市场占有率达 5% 以外，其他品牌均在 1% 以下）。由于尚未形成完整的竞争格局，现阶段我国童装品牌众多，行业竞争较为激烈。且随着成人服装市场趋于成熟及童装市场的快速增长，许多国内外成人服装品牌也纷纷涉足童装领域，加剧了行业竞争。

B. 政策环境

2016 年 5 月，国务院办公厅发布《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》，提出对消费品工业“增品种、提品质、创品牌”的“三品”战略，从供给侧和需求侧提高供给质量和效率。2016 年 9 月，工信部发布了《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，围绕提升产业创新能力，大力

实施“三品”战略，推进纺织智能制造，加快绿色发展进程，促进区域协调发展，提升企业综合实力等重点任务，具体提出：“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定；纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变；大中型企业研究与试验发展经费支出占主营业务收入比重达到 1%；服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 40:27:33 等。

2016 年 11 月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，提出强化环境硬约束推动淘汰落后和过剩产能，促进传统制造业升级改造，推动包括印染行业在内的十五个重点行业治污减排。2016 年 12 月，第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议通过《中华人民共和国环境保护税法》，从 2018 年 1 月 1 日起，企业将按照污染排放量征税，大气污染物每污染当量收税 1.2-12 元，水污染物每污染当量收取 1.4-14 元。随着环保政策趋严，对于纺织行业中重污染的印染和制革业，龙头企业因在节能环保方面具备规模优势和技术优势而有望受益。

2017 年以来，海外主要发达经济体陆续制定了新的纺织技术标准，提高了我国纺织服装行业的出口标准。欧盟方面：2017 年 3 月 1 日起，根据欧盟 BPR 法规，未获授权的生物杀灭剂及其处理产品前将被责令退出欧盟市场，我国纺织服装等十大类逾 2500 亿美元产品受到影响；2017 年 6 月，欧盟发布新规(EU) 2017/1000，修订 REACH 法规附录 17，将任何物质或混合物中全氟辛酸(PFOA)及其关联物质浓度的限量分别定为 25 $\mu\text{g}/\text{kg}$ (ppb) 和 1000ppb，并于 2017 年 7 月 4 日正式生效，PFOA 及其盐类在纺织服装产业适用广泛，目前尚无成熟的替代产品，标准加严后，将影响我国约 600 亿美元的纺织产品出口；2017 年 6 月，欧洲化学品管理局 (ECHA) 将纺织品生产常用染料二氧化钛评估为致癌物，或将加严管理。美国方面：2017 年 3 月，美国服装和鞋履协会(AAFA)更新第 18 版限用物质清单(RSL)，共罗列了 12 类超过 250 种化学品，涵盖了全球成品家纺、服装、鞋类产品中禁止或限制使用的化学品或物质。其他国家：2017 年 5 月，澳大利亚采用新西兰儿童产品安全法案中的标准，并定于 2020 年 1 月正式实施；2017 年 3 月，日本消费者事务局发布《家用产品质量标签法》修订案，对纤维术语和产品适用性进行修订。另外，2017 年 4 月 1 日，国际环保纺织协会最新版 Oeko-TexStandard100 生态纺织品检测标准和限量值要求正式生效，对邻苯二甲酸酯等多种物质加强管控。¹海外市场相关详细政策的颁布出台增加了我国纺织服装出口企业的贸易风险和出口成本。

婴童服装方面，近几年国内婴童产品安全事件频发引发了社会和家庭的极大关注。目前家庭在消费母婴产品时，质量因素已超过价格因素成为最受关注的部分。2016 年 5 月，国家标准委发布了强制性《婴幼儿及儿童纺织产品安全技术规范》，新国标按童装安全技术类别分为 A、B、C 三类，其中要求婴幼儿纺织产品需符合 A 类标准，并增加了 6 种增塑剂和铅、镉 2 种重金属的限

¹ 《国外技贸新规对我国纺织服装出口的影响分析》，王青、梁文玉，中国国门时报 2017 年 8 月 14 日，第 4 版。

量要求，其标准等同于欧盟标准。随着国家对童装在质量与安全方面审核的严格化，部分规模较小、缺乏研发资金支持的小型童装企业将逐渐被淘汰，为拥有先进设计能力和一定生产规模的童装企业创造发展空间，行业集中度将有所提升。

C. 竞争格局/态势

服装行业处于纺织服装行业的下游，相关产品直接面向商业流通领域，消费品属性更强。但我国服装行业整体上自主设计和创新能力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱，造成大多数企业仍处于加工制造环节，难以分享价值链中的高附加值业务，行业竞争仍呈现单一化特征，总体竞争也较为激烈。

图表 7. 服装行业核心样本企业数据概览（2017 年，单位：亿元，%）

| 核心样本企业名称 | 核心经营指标（产品或业务类别） | | | | 核心财务数据（合并口径） | | | |
|----------|-----------------|-------|-------|---------|--------------|-------|------|---------|
| | 营业收入 | 毛利率 | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 总资产 | 资产负债率 | 净利润 | 经营性净现金流 |
| 红豆集团 | 27.14 | 25.28 | 0.85 | 18.75 | 54.49 | 15.58 | 6.10 | -14.23 |
| 贵人鸟 | 32.52 | 34.45 | 4.41 | 1.85 | 75.83 | 65.36 | 1.88 | 6.33 |
| 七匹狼集团 | 30.85 | 40.66 | 2.08 | 13.39 | 85.83 | 35.59 | 3.43 | 6.51 |
| 朗姿股份 | 23.53 | 57.35 | 1.39 | 6.32 | 69.38 | 45.68 | 1.93 | 1.29 |
| 报喜鸟 | 26.01 | 60.34 | 1.28 | 6.52 | 42.56 | 40.63 | 0.30 | 4.51 |
| 嘉麟杰 | 8.83 | 17.92 | 4.12 | 7.78 | 14.79 | 35.28 | 0.18 | -0.25 |
| 搜于特 | 183.30 | 9.46 | 10.49 | 12.65 | 103.31 | 42.21 | 7.71 | -8.82 |
| 际华集团 | 254.40 | 7.75 | 5.85 | 10.35 | 313.95 | 39.43 | 7.57 | -26.64 |
| 九牧王 | 25.65 | 57.41 | 1.48 | 17.01 | 64.13 | 16.88 | 4.92 | 4.96 |

资料来源：Wind、新世纪评级整理

D. 风险关注

行业风险主要来自（1）人力、原材料及租金等成本上升带来的经营风险；（2）外来快时尚品牌冲击国内服装企业，市场竞争加剧风险；（3）行业增速持续放缓，企业整体经营持续承压；（4）行业及区域内其他信用风险事件对公司融资渠道及融资成本带来的负面影响。

d) 医疗美容行业

A. 行业概况

医疗服务业是社会保障体系的重要组成部分，与国民经济发展计划和综合财政计划紧密相关，而医疗美容行业作为医疗服务领域的一个分支，同样受益于国家对社会资本开办医疗机构的鼓励政策。2009 年以来，我国全面实施医药卫生体制改革，鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业，医疗美容行业得到了较快发展，并逐渐成为我国民营专科医疗机构中的重要组成部分。目前我国已有 4,000 余家整形机构，其中 500 家是公立医院整容科室，500 家是连锁整形美容医院，剩余 3,000 多家是中小型整形美容机构。民营机构已占据医疗美

容行业 85% 以上的市场份额，成为我国医疗服务领域民营率最高的子行业。受国民消费水平不断提升、观念意识不断进步等因素的影响，医疗美容已逐渐成为我国居民的消费热点。2016 年泛医美产业（包括行业上中下游及相关产业）总量超过 8,000 亿元，近五年均增速接近 20%。根据中国整形美容协会预计，2019 年我国医疗美容行业的市场规模超过 10,000 亿元，成为世界第二大医疗美容市场。

B. 政策环境

为规范行业发展，2009 年我国卫生部制定了《医疗美容项目分级管理目录》，依据手术难度和医疗风险等，将美容外科项目分为四个等级，并对开展不同项目的机构实行分级管理。同时，我国美容整形协会出台《医疗美容机构评价标准》，计划在全国 7 个省市共 17 家民营医疗美容机构开展医疗美容机构评价标准的评价试点工作，利用 3 年时间对全国民营医疗美容机构作出评价认证，向社会公布评价结果。随着相关监管政策的制订和实施，我国医疗美容行业的监管力度日益趋严，规范化运作程度稳步提升，为医疗美容行业的健康发展可持续发展提供了良好的发展环境。

C. 竞争格局/态势

我国医疗美容服务参与主体众多，包括公立医院民营医院和诊所，行业集中度不高。公立医院一般通过内部设立的烧伤整形科室或医疗美容科室开展医疗美容服务，民营医院和诊所分为连锁和单店美容整形医院。其中公立医院大多为综合性医院，规模较大，手术等级高，且大型设备、器材齐全，医生资质有所保障；民营医院规模普遍较小，医师人员流动性大，但与公立医院相比具有较强的服务意识，管理运作较为灵活。近年来，公立医院由于非营利性限制和管理体制落后，民营专科医疗服务得到快速发展，且逐步趋向连锁化，目前行业内部分规模领先的医疗美容服务机构以实现资本市场挂牌和融资，包括华韩整形（430335.OC）、丽都整形（834480.OC）和利美康（832533.OC）。

该公司通过战略投资韩国医疗美容服务集团 DMG、控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”医美品牌及其旗下六家医疗美容机构，涉足医疗美容行业，并在 2017 年新增三家晶肤品牌诊所，实现内生增长；2018 年公司通过外延并购方式收购“高一生医美”100% 的股权，不断拓展公司医美业务规模，已在成都和西安初步形成了产业布局。

D. 风险关注

行业风险主要来自（1）行业监管力度加大；（2）医疗事故及纠纷；（3）民营医疗美容机构连锁化发展缓慢。

2. 业务运营

跟踪期内受益于女装销售业绩的改善和公司合并范围的增加，该公司营业收入增幅较大。2017 年公司新增资产管理业务，对外投资规模大，投资期限

较长，而公司现有负债高度集中于短期刚性债务，存在一定期限错配风险。需密切关注资管业务对公司经营及财务等方面带来的影响。此外，需关注公司再融资渠道及对境外子公司的管控风险。

跟踪期内，该公司除发展高端女装业务外，婴童、医疗美容业务也不断开展，并在 2017 年 6 月新增资产管理业务，但多项业务同时开展为公司带来一定的资金投入压力，跟踪期内负债规模快速扩大。2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 23.53 亿元和 6.46 亿元，同比分别增长 72.06% 和 20.47%，一方面受益于女装业务的业绩增长及新增资管业务的收入；另一方面则由于婴童及医疗美容业务的全年合并。受此影响，公司各业务收入占比发生一定变化，2017 年公司女装、婴童、医疗美容和资管业务收入占比分别为 47.17%、34.77%、10.86% 和 6.13%。

图表 8. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 行业归属 | 市场覆盖范围/核心客户 | 基础运营模式 | 业务的核心驱动因素 |
|------|------|-------------|--------|----------------|
| 高端女装 | 纺织服装 | 国内 | 自营+代理 | 品牌运营/销售网络/研发创新 |
| 婴童 | 纺织服装 | 国内、韩国 | 自营+代理 | 品牌/渠道 |
| 医疗美容 | 医药 | 国内 | 内生+外延 | 品牌 |
| 资产管理 | 资产管理 | 国内、香港、韩国 | - | 资产 |

资料来源：朗姿股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况

| 主导产品或服务 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计 | 11.44 | 13.68 | 23.53 |
| 其中：主营业务收入（亿元） | 11.43 | 13.57 | 23.27 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 99.86 | 99.20 | 98.90 |
| 其中：（1）时尚女装 | 11.43 | 9.77 | 11.10 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 99.86 | 72.00 | 47.70 |
| （2）绿色婴童 | - | 2.94 | 8.18 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | - | 21.67 | 35.15 |
| （3）医疗美容 | - | 0.86 | 2.55 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | - | 6.34 | 10.96 |
| （4）资产管理 | - | - | 1.44 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | - | - | 6.19 |
| 毛利率（%） | 58.99 | 54.96 | 57.35 |
| 其中：时尚女装（%） | 58.94 | 57.56 | 60.16 |
| 绿色婴童（%） | - | 47.38 | 46.00 |
| 医疗美容（%） | - | 56.27 | 56.64 |
| 资产管理（%） | - | - | 100.00 |

资料来源：朗姿股份

时尚女装

2017年，该公司女装业务通过设计创新、调整渠道、提高供应链效率和关闭低效门店等措施，业务经营有所改善，2017年女装业务收入为11.10亿元，同比增长13.61%。同时，公司电商销售策略由销售过季商品为主转变为“新品+过季商品”，并通过数据分析和及时跟进客户需求，策略调整得到较好效果，2017年公司双十一流水较上年同期增长151%，全年增长38%，其中天猫旗舰店增长31%，唯品会增长52%。从女装收入具体构成看，裙子和外套合计收入占比及毛利占比均在70%左右；其次是上衣，收入和毛利占比20%左右；裤子占比仅为10%左右。毛利率方面，公司女装业务毛利率一直保持较高水平，2017年及2018年第一季度分别为60.61%和60.39%，其中2017年同比增加3.05个百分点，主要是外套和上衣毛利率增幅较多，其余产品也有不同程度增长。

图表 10. 公司女装产品收入及变化情况

| 产品 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 |
|------------------|---------|---------|---------|
| 时尚女装 (亿元) | 11.43 | 9.77 | 11.10 |
| 其中: (1) 女装上衣 | 2.82 | 2.13 | 2.60 |
| 在女装业务收入中所占比重 (%) | 24.68 | 21.80 | 23.42 |
| (2) 女装裤子 | 0.54 | 0.60 | 0.88 |
| 在女装业务收入中所占比重 (%) | 4.75 | 6.14 | 7.93 |
| (3) 女装裙子 | 4.09 | 3.56 | 3.72 |
| 在女装业务收入中所占比重 (%) | 35.78 | 36.44 | 33.51 |
| (4) 女装外套 | 3.71 | 3.30 | 3.78 |
| 在女装业务收入中所占比重 (%) | 32.44 | 33.78 | 34.05 |
| 毛利率 (%) | 58.94 | 57.56 | 60.61 |
| 其中: 女装上衣 (%) | 60.62 | 55.65 | 59.87 |
| 女装裤子 (%) | 59.90 | 61.12 | 65.20 |
| 女装裙子 (%) | 62.69 | 62.04 | 62.63 |
| 女装外套 (%) | 56.36 | 54.92 | 59.46 |

资料来源：朗姿股份

a) 品牌运营

该公司女装业务一直保持多品牌运营战略，主要基于年龄和风格进行品牌划分，其中自有品牌“朗姿”和“莱茵”为主要收入来源，近年来合计收入占业务的比重超过80%，代理品牌中“卓可”收入占比相对较高。2017年，公司自主品牌依靠产品设计创新优势及营销推广等因素影响，“朗姿”和“莱茵”品牌收入均有明显提升，分别为7.27亿元和2.31亿元，较上年同比分别增长23.22%和11.58%，“玛丽”全线收缩，品牌收入有所下滑。

图表 11. 公司女装品牌收入及占比情况（单位：亿元、%）

| 品牌 | | 2015 年 | | 2016 年 | | 2017 年 | |
|------|-----------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | | 收入 | 占女装收入比重 | 收入 | 占女装收入比重 | 收入 | 占女装收入比重 |
| 自有品牌 | 朗姿 | 6.97 | 61.02 | 5.90 | 60.35 | 7.27 | 65.53 |
| | 莱茵 | 2.18 | 19.06 | 2.07 | 21.18 | 2.31 | 20.81 |
| | 玛丽 | 0.69 | 6.02 | 0.45 | 4.56 | 0.20 | 1.82 |
| 代理品牌 | FABIANA FILIPPI | 0.07 | 0.66 | 0.11 | 1.12 | 0.14 | 1.29 |
| | 朵儿 | - | 0.04 | 0.04 | 0.38 | 0.03 | 0.30 |
| | 卓可 | 1.37 | 11.98 | 1.05 | 10.79 | 0.99 | 8.88 |
| | 吉高特 | 0.14 | 1.24 | 0.16 | 1.61 | 0.15 | 1.37 |
| 合计 | | 11.43 | 100.00 | 9.77 | 100.00 | 11.10 | 100.00 |

资料来源：朗姿股份

生产方面，该公司女装生产包括自制生产、委托加工和定制生产三种模式，整体周期一般为 15-45 天，2017 年三种生产模式的占比约为 12%、24% 和 64%。目前公司的自有工厂主要生产款式相对简单的服装，将工艺复杂的服装进行委托加工，2017 年公司服装加工厂产能规模为 16 万件/年，生产服装 15.50 万件，产能利用率为 96.88%。质量方面，为维护品牌形象和保证客户满意度，公司建立了较为完善的质量管理体系，自有品牌均通过了 ISO9001 质量管理体系的审核认证。对自制生产的商品，公司质检部门严格按照相关规定进行自检和抽查，保障商品从生产到上市的各环节均符合质量要求；对委托加工和定制生产的商品，公司在其生产过程中委派驻厂跟单员监督检验，以确保商品的完工质量。

采购方面，该公司采购的商品主要为不同颜色和质地的面、辅料及成衣等。其中面料采购占总额的 20% 左右，包括国产和进口两种。进口面料主要来自韩国、日本和欧洲，辅料则基本采购自国内。2017 年公司面辅料采购随服装产量的增加而增加。公司与国内主要辅料供应商建立了良好的合作关系，可保障辅料的供应；成衣主要为代理品牌及特种类商品，均由设计师根据当季流行趋势和品牌定位进行选款。

图表 12. 公司 2015 年以来主要原材料采购量及单价情况（单位：万米、元/米）

| 原料类别 | | 2015 年度 | | 2016 年 | | 2017 年 | |
|------|----|---------|-------|--------|--------|--------|-------|
| | | 采购量 | 平均单价 | 采购量 | 平均单价 | 采购量 | 平均单价 |
| 面辅料 | 进口 | 60.66 | 84.19 | 37.71 | 92.42 | 36.91 | 86.85 |
| | 国产 | 39.01 | 95.67 | 48.33 | 119.23 | 65.70 | 104.3 |

资料来源：朗姿股份

该公司的主要供应商为上游成衣制造商，2017 年公司从前五大供应商合计采购金额 1.37 亿元，占采购总额的 13.26%，同比增加 0.99 个百分点，采购集中度不高。公司与进口成衣结算方式主要为货到付款；国产成衣则主要采用 3-6-1 的方式，即签订合同时预付 30% 货款，到货后再付 60%，入库 2 个月内支付剩余 10% 的货款。面料方面，公司进口面料的结算方式主要分两种，其中

韩国的进口面料一般为月结，欧洲和日本为预付全款；公司与国产面料供应商之间主要采用 3-5-2 的结算方式，即在签订合同时先预付 30% 货款，到货后再支付 50%，剪裁完成后支付剩余的 20%。公司的付款方式均为现金支付。

b) 销售网络

该公司仍主要通过实体店、奥特莱斯与工厂店以及电商平台进行销售，2017 年销售占比约为 60%、20% 和 20%，其中奥特莱斯与工厂店专门销售“朗姿”和“莱茵”等公司自有品牌的过季产品，电商平台主要为开设的天猫旗舰店以及在唯品会进行的推广销售。公司的销售模式分为自营和经销两种，其中自营店铺主要实行区域集中管理模式；经销店铺由公司授予经销商品品牌经营权后，经销商自行负责店铺的管理。同时，公司与经销商按不同品牌约定相应的退换货比例，一般为 30-40%，退换货的产品随公司自有库存正常销售。2017 年末，公司存货余额 7.85 亿元，较上年末增长 18.43%，计提跌价准备 1.12 亿元。公司按照单个存货项目计提存货跌价准备；但对于数量繁多、单价较低的存货，按照存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备。结算周期方面，公司每月就货品销售情况与百货商场对账，核对一致后商场向公司提供结算清单，结算周期在一般 30 天左右；与经销商则主要采用预收款方式，款到发货；公司与电商的结算周期较长，一般为 2-3 个月。

该公司自营店铺主要开设在一线城市及部分购买力较强的省会级二线城市的百货商场内，但随着一线城市竞争日益激烈，且三四线城市消费能力逐步提升，公司对女装销售渠道布局进行调整优化，推进品牌向三四线城市下沉。2017 年公司关停低效店铺 72 家，新开店 81 家，尤其是“莱茵”和“第五季”新增店铺数量较多，分别较上年各增加 12 家；“玛丽”进行全线收缩，较上年减少 20 家。截至 2017 年末，公司女装店铺共有 454 家，其中自营店铺 316 家，经销店铺 138 家，较上年净增加 9 家，总店数略有增长，但品牌和店铺结构调整较为明显。

图表 13. 2016-2017 年公司女装品牌门店变化情况（单位：家）

| 2016 年 | | | |
|----------------|-----|-----|-----|
| 品牌 | 自营 | 经销 | 合计 |
| 朗姿 | 111 | 113 | 224 |
| 莱茵 | 84 | 36 | 120 |
| 卓可 | 33 | 1 | 34 |
| 玛丽 | 21 | - | 21 |
| 第五季 | 35 | 1 | 38 |
| 吉高特 | 5 | - | 5 |
| FABIANA FILIPP | 3 | - | 3 |
| 朵儿 | 2 | - | 2 |
| 合计 | 294 | 151 | 445 |

| 2017 年 | | | |
|----------------|-----|-----|-----|
| 品牌 | 自营 | 经销 | 合计 |
| 朗姿 | 119 | 106 | 225 |
| 莱茵 | 100 | 32 | 132 |
| 卓可 | 35 | - | 35 |
| 玛丽 | 1 | - | 1 |
| 第五季 | 48 | - | 48 |
| 吉高特 | 7 | - | 7 |
| FABIANA FILIPP | 4 | - | 4 |
| 朵儿 | 2 | - | 2 |
| 合计 | 316 | 138 | 454 |

资料来源：朗姿股份

c) 创新研发

该公司现有北京与韩国首尔 2 个研发设计中心，共有研发人员 341 名，拥有国家级博士后科研工作站和北京市博士后（青年英才）创新实践基地。2017 年公司继续保持在研发方面的支出，全年研发费用为 0.80 亿元，占营业收入的比例为 3.40%。2017 年公司再次获得国家高新技术企业证书，并在产品设计、产品质量等方面处于行业领先水平。

截至 2017 年末，该公司研发设计中心已获得 2 项国家发明专利、28 项软件著作权、12 项外观设计专利、7 项实用新型专利。近年来，公司设立研发项目共计 22 项，包括面临 PH 值监控检测技术、天然丝色牢度控制技术、可分解致癌芳香胺染料控制技术等，并均已实现科技成果转化，对公司产品质量的提升，销售规模的扩大起到积极作用。

婴童业务

截至 2017 年末，该公司持有阿卡邦 26.53% 的股份，仍为第一大股东。跟踪期内公司婴童业务实现营业收入 8.35 亿元，同比减少 2.90%；净利润-0.36 亿元，同比减少 0.50 亿元，按股权比例折算影响公司净利润-0.10 亿元；毛利率 46.00%，同比减少 1.38 个百分点。目前婴童业务仍主要集中在韩国本土，2017 年在韩国的收入占比达 97.84%。另外，由于韩国方面结算周期较长（3-6 个月），2017 年阿卡邦应收账款规模为 2.39 亿元，占其当年营业收入总额的比重接近 30%，运营效率一般，需关注公司对境外子公司的管控风险。

销售渠道方面，该公司依托现有女装的销售渠道和客户群体，并通过“自营+代理”模式铺设渠道，2017 年在国内共完成 10 家婴童门店的新设，同期末国内线下渠道共 31 家，线上渠道 4 家，其中线下自营店铺 15 家，加盟店铺 16 家，主要分布在北京、天津、江浙和四川等地。截至 2017 年末，阿卡邦共拥有门店 954 家，较上年末减少 1 家，其中自营店铺 597 家，经销店铺 367 家。由于公司在国内新设婴童门店成本增加影响，2017 年阿卡邦期间费用同比增长 11.02% 至 4.12 亿元，其业务净利润呈现亏损状态，未来随着阿卡邦在国内

的知名度不断提高、铺设的门店逐步进入盈利期，加之二胎政策的良好背景下，公司婴童业务收入或有进一步提高的空间。

图表 14. 2016-2017 年阿卡邦收入情况（单位：万元）

| 科目 | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 | 毛利率 |
|--------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 2016 年 | 86,033.90 | 1,035.86 | 1,391.20 | 47.38% |
| 2017 年 | 83,537.28 | -3,857.52 | -3,649.85 | 46.00% |

资料来源：朗姿股份

医疗美容业务

该公司采取外延扩张和内生增长方式拓展医疗美容业务。内生增长方面，2017 年公司通过投入 158.01 万元的自有资金参与新建成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司（简称“光华晶肤”）、成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司（简称“锦城晶肤”）和西安市新城晶肤医疗美容有限公司（简称“新城晶肤”）3 家诊所，分别取得 49.40%、49.40% 和 24.00% 的股权。截至 2017 年末，公司医疗美容业务旗下“米兰柏羽”和“晶肤医美”已扩展为 9 家医疗机构，较上年增加 3 家。外延扩张方面，公司于 2018 年 1 月收购陕西高一生医疗美容医院有限公司（简称“高一生”）100% 的股权，收购价格 2.56 亿元²，为公司在成都、西安和长沙等核心西部地区形成医疗美容产业布局做好铺垫。2017 年，公司医疗美容业务实现营业收入 2.56 亿元，按股权比例折算贡献净利润 0.19 亿元，毛利率 56.64%，同比增加 0.37 个百分点，其中“米兰柏羽”和“晶肤医美”6 家控股子公司实现净利润 0.31 亿元，完成相应业绩承诺³。

图表 15. 2016-2017 年主要诊所/医院收入情况（单位：万元）

| 科目 | 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|------------------|-----------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 | 营业收入 | 营业利润 | 净利润 |
| 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司 | 15,153.07 | 2,245.26 | 1,939.35 | 17,403.14 | 2,990.34 | 2,349.50 |
| 四川晶肤医学美容医院有限公司 | 3,433.95 | 718.37 | 602.03 | 3,710.36 | 984.49 | 765.99 |
| 西安晶肤医疗美容有限公司 | 921.35 | 275.42 | 233.20 | 1,520.41 | 351.95 | 309.37 |
| 合计 | 19,508.37 | 3,239.05 | 2,774.58 | 22,633.91 | 4,326.78 | 3,424.86 |

资料来源：朗姿股份

另外，该公司原计划用非公开发行募集的资金投资建设婴童业务和医疗美容业务。根据公司 2017 年 3 月 2 日《非公开发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告（二次修订稿）》，公司非公开发行拟募集资金不超过 7.46 亿元，其中 1.15 亿元用于投资婴童业务，其余 6.31 亿元用于投资医疗美容业务，但 2017 年 9 月公司终止非公开发行事项。跟踪期内，公司婴童业务在国内新设的门店为 10 家，医疗美容诊所开设 3 家，另通过股权并购新增 1 家美容医院，其中医疗美容业务投入 2.69 亿元。整体看，跟踪期内公司并购活动较多，面

² 业绩承诺方面，“高一生”应在 2017-2019 年的实际净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）应分别不低于 1,800 万元、2,070 万元和 2,380 万元，若未完成其承诺的净利润，将以现金的形式按约定进行补偿。

³ 6 家控股子公司承诺在 2016-2018 年为公司实现净利润 2,500 万元、3,000 万元和 3,600 万元。

临一定的并购企业管控风险；同时需关注公司未来婴童、医美业务的经营战略、后续业务发展的资金来源及股权再融资情况。

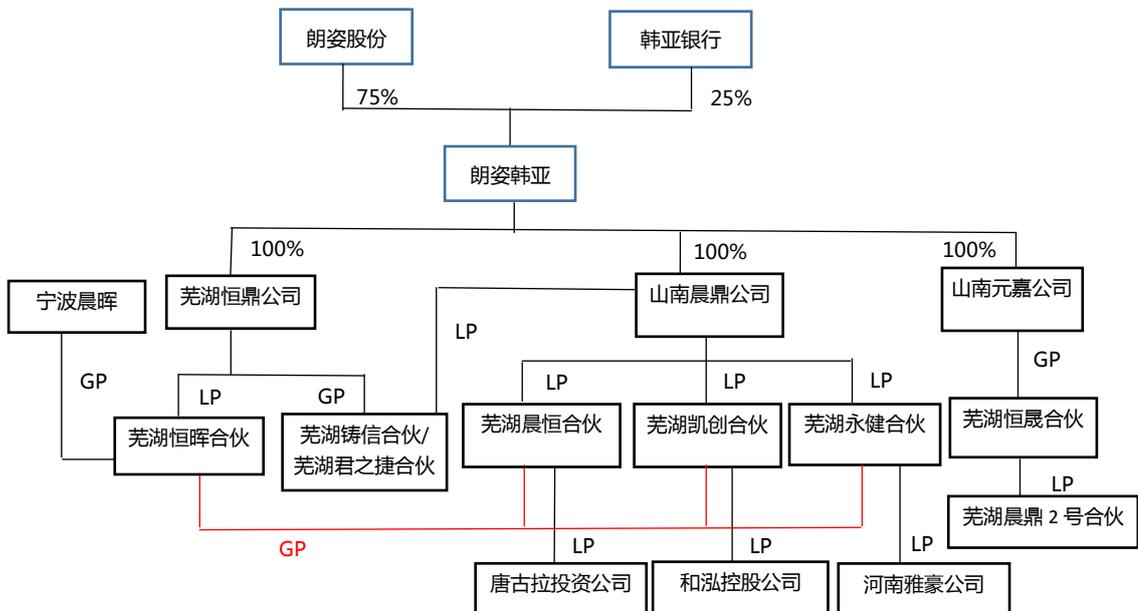
化妆品业务

该公司化妆品业务仍主要参股 L&P Cosmetic Co., Ltd.（简称“L&P”），持有其 10% 的股权，仍为其第四大股东。L&P 的化妆品收入主要依赖韩国免税店客流量以及在国内的线上销售，由于中国游客赴韩国旅游人数减少，L&P 化妆品销量受到较大影响，2017 年实现营业收入 19.49 亿元，同比减少 15.26%，净利润 2.85 亿元，同比大幅减少 52%，按公司持股比例折算，L&P 当年为公司贡献净利润 0.29 亿元，同比减少 0.30 亿元。此外，公司与 L&P 驻上海代表表在上海注册合资公司开展妆品业务事宜暂停后尚未有新的进展。

资产管理业务

该公司于 2016 年底与韩亚金融集团子公司株式会社韩亚银行合资设立朗姿韩亚资产管理有限公司（简称“朗姿韩亚资管”），注册资本 10 亿元，持股比例分别为 75% 和 25%，公司已缴纳 7.5 亿元的资本金。朗姿韩亚资管主要通过对外提供咨询服务收取服务费，同时参与设立合伙企业进行产业投资，最终由合伙企业收益分配收回投资。朗姿韩亚资管开展的投资业务主要通过其子公司山南晨鼎实业发展有限公司（简称“山南晨鼎”）参与投资的芜湖晨恒时尚产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“芜湖晨恒”）、芜湖凯创时尚产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“芜湖凯创”）和芜湖永健时尚产业投资合伙企业（有限合伙）（简称“芜湖永健”）对外进行战略或财务投资。

图表 16. 朗姿韩亚资管组织结构图



资料来源：朗姿股份

从朗姿韩亚资管对外投资的具体情况看，2017 年 7 月、9 月、11 月山南晨鼎陆续出资参与设立芜湖晨鼎、芜湖凯创和芜湖永健，截至 2017 年末实缴出

资额分别为 14.99 亿元、7.44 亿元和 2.40 亿元，合计实缴出资额 24.83 亿元，相关资金均投向定向产品，规模较大。2018 年 3 月末，朗姿韩亚资管投资定向产品规模为 22.87 亿元，较年初减少系部分项目到期回款所致。

图表 17. 2017 年以来公司资管业务新增子公司情况⁴（单位：万元）

| 控股子公司名称 | 持股比例 (%) | 设立成本 | 营业收入 | 净利润 | 资产总额 (2017 年末) | 权益总额 (2017 年末) | 设立日 |
|---------------------|----------|---------|------|------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 山南晨鼎实业发展有限公司 | 100.00 | 1000.00 | - | 0.92 | 247,697.41 | 10,154.76 | 2017 年 6 月 29 日 |
| 芜湖铸信投资管理合伙企业（有限合伙） | 100.00 | 500.00 | 1.27 | 0.98 | 3,548.21 | 807.76 | 2017 年 7 月 17 日 |
| 芜湖恒鼎投资管理有限公司 | 100.00 | 205.00 | - | 0.03 | 205.04 | 205.04 | 2017 年 5 月 8 日 |
| 芜湖元康投资管理有限公司 | 100.00 | 250.00 | - | - | 249.29 | 249.29 | 2017 年 11 月 6 日 |
| 芜湖元祐投资管理有限公司 | 100.00 | 250.00 | - | - | 249.41 | 249.41 | 2017 年 11 月 6 日 |
| 山南元嘉实业发展有限公司 | 100.00 | 1.00 | - | - | 0.25 | 0.25 | 2017 年 9 月 22 日 |
| 芜湖恒晟投资管理有限公司（有限合伙） | 55.00 | - | - | - | - | - | 2017 年 9 月 27 日 |
| 芜湖君之捷投资管理合伙企业（有限合伙） | 100.00 | - | - | - | - | - | 2017 年 7 月 17 日 |

资料来源：朗姿股份

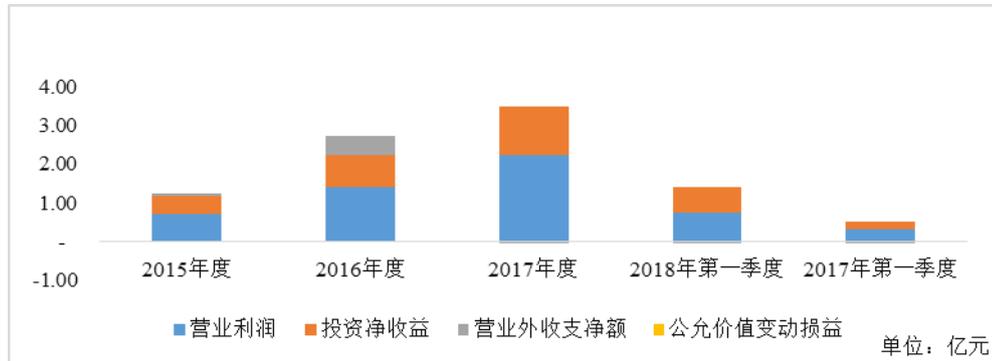
该公司资管业务自 2017 年 6 月开展以来，已完成内部组织结构的搭建。朗姿韩亚资管内部设立董事会，由 5 名董事组成，包括 4 名非独立董事和 1 名独立董事，其中公司委派 3 名非独立董事，韩亚银行委派 1 名非独立董事，独立董事由公司提名，由朗姿韩亚资管的股东根据持股比例过半数表决通过后获得任命。经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，截至 2017 年末，朗姿韩亚资管资产总额 25.40 亿元，净资产 11.00 亿元，资产负债率 56.69%；2017 年实现营业收入 1.44 亿元，按股权比例折算贡献净利润 0.76 亿元。

根据该公司审计报告，截至 2017 年末投入的资金中 20.78 亿元投资于一年以上产品，4.05 亿元投资于一年以内产品，当年实现投资收益 0.58 亿元。但公司债务多集中于短期（包括短期借款、短期融资券），资产负债期限结构不匹配给公司带来了一定期限错配风险，需密切关注资管业务对公司经营及财务等方面带来的影响。

⁴ 其中营业收入和净利润为设立日至 2017 年末。合伙企业中，芜湖铸信投资管理合伙企业（有限合伙）业务主要为对外收取投资咨询服务费；芜湖恒鼎投资管理有限公司为朗姿韩亚资管设立的全资子公司，参与对外投资及管理；芜湖元康投资管理有限公司为朗姿韩亚资管成立的证券类私募基金管理人；芜湖元祐投资管理有限公司为朗姿韩亚资管成立的股权类私募基金管理人；此外，山南元嘉实业发展有限公司、芜湖恒晟投资管理有限公司（有限合伙）和芜湖君之捷投资管理合伙企业（有限合伙）目前尚未实际出资。

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构



资料来源：根据朗姿股份所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司营业收入保持增长，2017年及2018年第一季度分别为23.53亿元和6.46亿元，分别同比增长72.06%和20.47%。公司毛利水平亦成上升趋势，同时来自女装业务毛利率提升及资管业务的业绩贡献，同期综合毛利率分别同比增加2.39个百分点和2.76个百分点至57.35%和56.91%。

图表 19. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年第一季度 | 2017年第一季度 |
|-----------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| 营业收入合计 (亿元) | 11.44 | 13.68 | 23.53 | 6.46 | 5.36 |
| 毛利 (亿元) | 6.75 | 7.52 | 13.50 | 3.67 | 2.90 |
| 期间费用率 (%) | 54.62% | 50.77% | 50.55% | 53.67% | 50.30% |
| 其中：财务费用率 (%) | 4.26% | 1.26% | 6.27% | 11.76% | 3.78% |
| 全年利息支出总额 (亿元) | 0.23 | 0.15 | 0.60 | - | - |
| 其中：资本化利息数额 (亿元) | - | - | - | - | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

费用支出方面，随着该公司经营规模扩大、婴童、医疗美容业务全年合并，以及新增资管业务，公司期间费用增长较快，2017年及2018年第一季度分别为11.90亿元和3.47亿元，分别同比大幅增长71.30%和28.54%。公司销售费用和管理费用占比较高，二者合计金额占期间费用总额的比重超过90%，主要是职工薪酬、商城费用及研发设计支出等；受短期借款增加及发行债券影响，公司财务费用增长明显，同期分别同比增长753.30%和300.11%亿元至0.75亿元和0.41亿元。此外，2017年及2018年第一季度，公司资产减值损失计提均有所增加，包括计提存货跌价准备、坏账准备以及可供出售金融资产减值损失⁵分别合计0.68亿元和0.10亿元，分别同比增加0.80亿元和0.06亿元，对公司净利润增长形成制约。

⁵ 其中 HifashionGroupInc. 计提减值 0.49 亿元。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析⁶

| 影响公司盈利的其他因素 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年度 |
|------------------|---------|---------|---------|
| 投资净收益（亿元） | 0.46 | 0.83 | 1.23 |
| 其中：理财产品（亿元） | 0.45 | 0.19 | 0.25 |
| 合营企业（亿元） | 0.01 | 0.64 | 0.41 |
| 投资收益-金融资产（亿元） | - | - | 0.58 |
| 其他收益 | - | - | 0.25 |
| 其中：民族手工业扶持资金（亿元） | - | - | 0.24 |
| 扶持发展专项基金（亿元） | - | - | 0.01 |
| 营业外收入（亿元） | 0.08 | 0.52 | 0.05 |
| 其中：政府补助（亿元） | 0.15 | 0.49 | - |
| 其他（亿元） | 0.07 | 0.03 | 0.05 |
| 公允价值变动损益（亿元） | - | - | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司利润总额分别为 2.20 亿元、0.70 亿元，分别同比增长 15.72% 和 123.11%。2017 年 6 月以来，公司新增资管业务，对利润形成一定贡献，使得投资收益及政府补助占收益总额的比重有所降低，此外，对与日常活动有关的政府补助计入“其他收益”的调整对此也有一定影响，2017 年占收益总额的比重为 34.90%，同比减少 13.81 个百分点，公司盈利能力有所改善。投资收益方面，2017 年公司投资收益 1.23 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 0.41 亿元，较上年同期减少 0.23 亿元，主要是 L&P 利润贡献下降所致；理财收益及投资收益分别贡献 0.25 亿元和 0.58 亿元，其中投资收益系山南晨鼎实现的投资收益，是目前公司投资收益的主要来源之一。政府补助方面，2017 年公司合计收到政府补助 0.26 亿元，同比减少 0.24 亿元，主要是民族手工业扶持资金减少所致，西藏南山市政府根据公司当年解决当地就业人数发放相应补助。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司将仍以时尚文化为核心，在发展女装、婴童核心业务的同时，围绕“大时尚”产业规划，进一步拓展与公司现有客户重合度较高的化妆品、医美服务等，寻找新的业务增长点。

主要在建项目方面，北京生产基地改扩建项目分为两期建设，由该公司作为建设主体，计划投资金额约 1.43 亿元。其中一期工程为物流新项目建设，通过建设物流中心，达到节省成本、提高物流管理效率的目的，同时公司还将

⁶ 根据财政部印发的关于修订《企业会计准则第 16 号——政府补助》通知（财会〔2017〕15 号）的要求，与企业日常活动相关的政府补助，应当按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用。与企业日常活动无关的政府补助，应当计入营业外收支。在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“其他收益”项目，计入其他收益的政府补助在该项目中反映。2017 年，该公司对与日常活动相关的政府补助计入“其他收益”，在利润表中的“营业利润”项目之上单独列报，是对利润表列报项目及结构作出的调整，不影响公司当期利润或股东权益，对公司财务状况及经营成果不产生影响。

新增服装年产能 10-15 万件，完成后将自主生产热销款式，避免因委托加工导致生产周期长及二次加工等问题，逐步降低委托加工和定制生产的比例。一期工程已于 2017 年 3 月 22 日取得《建筑公司施工许可证》并启动开工建设，已完成投资 0.46 亿元，预计于 2018 年底完工。二期工程目前尚未计划实施。

投资项目方面，2016 年 6 月，该公司与宁波晨晖创新投资管理有限公司签订合伙协议，总规模不超过 8 亿元。公司拟作为有限合伙人出资 1 亿元参与设立晨晖朗姿中韩消费升级互联网基金（有限合伙）（简称“晨晖朗姿基金”），将围绕公司三大产业进行投资，公司作为有限合伙人对被投资项目享有优先受让权⁷。2018 年 1 月，公司因发展战略需要调减了投资规模，拟将本次参与投资的资金规模调整为 0.55 亿元，基金规模调整为 5 亿元。截至 2017 年末，公司已累计出资 0.55 亿元，完成全部出资额。

综上所述，该公司为继续拓展经营制定了较为明确的发展战略，随着对外投资规模的扩大及合并范围的增加，预计未来总收入规模将会增长。截至 2017 年末朗姿韩亚资管对外投资规模达 24.83 亿元，金额较大，而公司现有负债高度集中于短期刚性债务，资产负债期限结构不匹配给公司带来了一定期限错配风险，需密切关注资管业务对公司经营及财务等方面带来的影响。公司医疗美容、婴童板块业务投资资金原计划来源于非公开发行募集资金，但非公开发行计划终止，关注公司未来上述两项业务的经营战略、后续业务发展的资金来源及股权再融资情况。

管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，跟踪期内公司法人治理结构保持稳定，但控股股东质押其所持公司股权比例较高。

该公司为民营上市公司，2011 年在深圳证券交易所中小板上市（股票代码 002612），申东日先生、申金花女士和申炳云先生为公司实际控制人，截至 2018 年 3 月末分别持有公司 49.06%、7.47% 和 4.97% 的股权。另外，截至本评级报告出具日，公司控股股东之一申东日先生已累计质押公司 1.41 亿股股份，占其持有公司股份的比例为 72.06%，占公司总股本的 35.36%，股权质押所获得的资金主要是为公司提供借款支持及认购投资标的股权，但质押比例较高，质押的平仓每股价格区间为 6.96-9.08 元，需关注股价波动对公司股权结构稳定性产生的不利影响。公司具体产权状况详见附录二。

跟踪期内，该公司法人治理结构保持稳定，公司组织架构详见附录三。另外，公司关联交易金额较小，主要是支付关联方场地租金及关键管理人员

⁷ 晨晖朗姿基金设立投资决策委员会，设有 3 名委员，决定所有的对外投资业务、投后管理及投资退出等重大事项，表决项目需经三分之二以上委员同意方可通过，公司在委员会中占有一席名额。晨晖朗姿基金的退出机制主要分为现金分配及非现金分配、转让基金合伙份额和基金清算四种方式。

（董监高人员）薪酬，2017 年合计支付关联方张永强和张永久房屋、车位租金 651.27 万元，支付人员薪酬 290.86 万元。

此外，该公司还存在一定的资金拆借行为，主要是控股股东申东日先生为公司提供的借款。公司根据经营需求，与申东日签订了最高额为 8 亿元的授信借款合同，不约定还款期限，利率为基准利率，2017 年末，该项借款余额为 0.20 亿元，同时，公司还委托申东日先生向大连银行取得 4.47 亿元的委托贷款，上述两项借款合计应支付的利息为 1657.41 万元。2017 年全年，申东日先生累计为公司提供了 19.24 亿元的借款，年末余额为 4.67 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2018 年 4 月 2 日）及相关资料，公司及核心子公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。

图表 21. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 控股股东 | 母公司 | 核心子公司 | 存在担保等风险敞口的非核心子公司 |
|----------|-----------|----------|------|-----|-------|------------------|
| 欠贷欠息 | 中国人民银行征信局 | 2018/4/2 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2018/5/8 | 正常 | 正常 | 正常 | 正常 |
| 诉讼 | 公开查询 | 2018/5/8 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 工商 | 公开查询 | 2018/5/8 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 质量 | 公开查询 | 2018/5/8 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 安全 | 公开查询 | 2018/5/8 | 无 | 无 | 无 | 无 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，由于各项业务发展均有较大资金需求，该公司债务融资规模迅速扩大，财务杠杆上升明显，且公司多以短期刚性债务为主，即期偿债压力较大。同时，公司资管业务对外投资规模较大，导致非流动资产占比较高，与债务期限结构不匹配。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015-2017 年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。公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 69.38 亿元，所有者权益为 37.69 亿元（归属于母公司的所有者权益为 26.77 亿元）；2017 年度实现营业收入 23.53 亿元，实现净利润 1.93 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.88 亿元），经营环节资金净流入 1.29 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计合并口径总资产为 76.18 亿元，所有者权益为 40.72 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 27.51 亿元）；2018 年 1-3 月实现营业收入 6.46 亿元，实现净利润 0.63 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.60 亿元）；经营性现金流净额为 0.85 亿元。

跟踪期内，该公司合并范围新增 12 家控股子公司，包括医疗美容业务子公司 4 家，分别是光华晶肤、锦城晶肤、新城晶肤及高一生，取得的股权比例分别为 49.40%、49.40%、24.00% 和 100.00%；资管业务新增 8 家控股子公司。

图表 22. 2017 年以来公司新增医疗美容子公司情况（单位：万元）

| 控股子公司名称 | 持股比例 (%) | 设立成本 | 营业收入 (购并日至 2017 年末) | 净利润 (购并日至 2017 年末) | 股权取得日 |
|------------------------------|----------|-----------|------------------------|-----------------------|------------------|
| 医疗美容业务 成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司 | 49.40 | 123.50 | 153.21 | -102.64 | 2017 年 8 月 31 日 |
| 成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司 | 49.40 | 32.11 | - | -86.53 | 2017 年 8 月 31 日 |
| 西安市新城区晶肤医疗美容有限公司 | 24.00 | 2.40 | - | - | 2017 年 12 月 31 日 |
| 陕西高一生医疗美容医院有限公司 | 100.00 | 26,696.45 | - | - | 2018 年 2 月 1 日 |

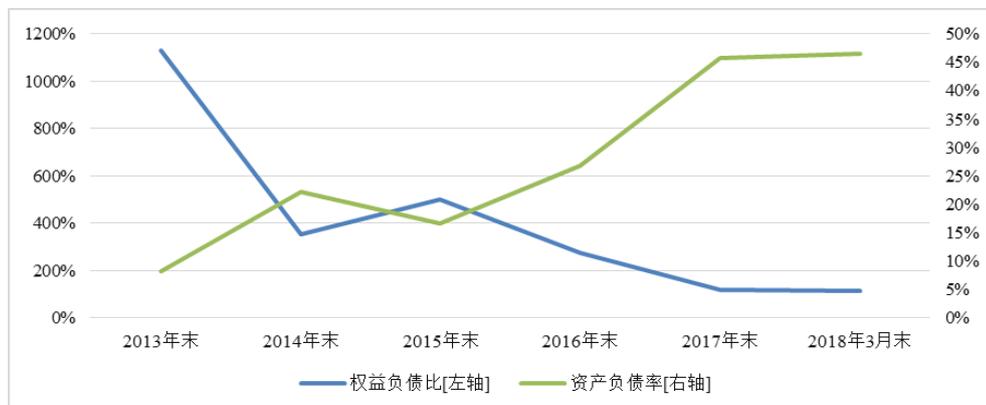
资料来源：朗姿股份

随着业务规模扩张，该公司资产总额保持较快增长，但负债规模亦快速扩大，财务杠杆迅速上升，且债务期限多以短期为主，即期偿债压力较大。公司经营性现金流持续为正，但后续仍有多个产业需资金铺设，后续投资压力较大。此外，对外投资导致公司非流动资产规模快速上升，资产变现能力受到大幅削弱，存在流动性压力。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据朗姿股份所提供数据绘制。

跟踪期内，随着各项业务发展的需求，该公司债务融资规模大幅增加。

公司分别于 2017 年及 2018 年发行了 9 亿元的短期融资券和 4 亿元的公司债券，同时增加了银行短期借款，整体债务规模增幅明显。2017 年末公司负债总额为 29.56 亿元，较上年末增长 181.93%；资产负债率为 45.68%，较上年末增长 18.93 个百分点。2018 年 3 月末公司负债水平与年初相比变化不大，金额为 29.44 亿元，资产负债率 46.55%。

该公司所有者权益增长主要依靠少数股东权益和未分配利润的增加。2017 年末及 2018 年 3 月末公司净资产分别为 37.69 亿元和 40.72 亿元。权益资本兑付方面，公司根据利润分配政策⁸，近年来每年现金方式分配的利润均不低于当年实现的可分配利润的 20%，利润分配较为合理。

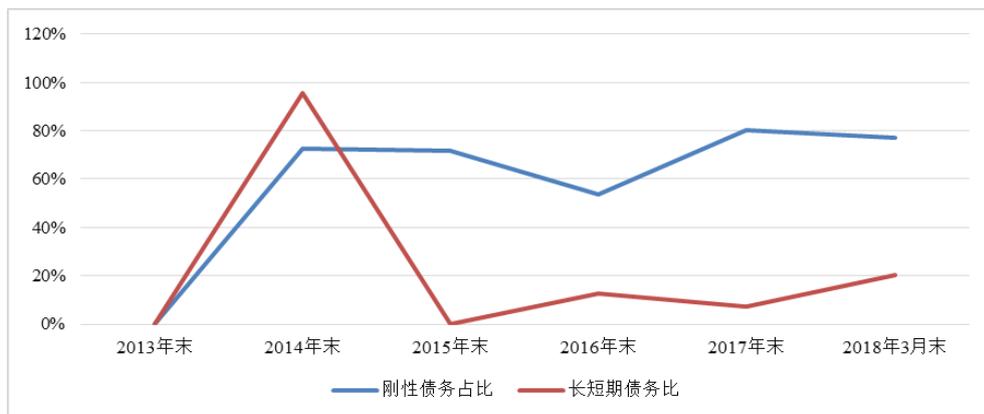
图表 24. 公司近年分红情况

| 核心债务 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|
| 现金分红数（亿元） | 0.40 | 0.20 | 0.60 |
| 分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元） | 0.74 | 1.64 | 1.88 |
| 占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%) | 53.72 | 12.19 | 31.99 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据绘制。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 刚性债务（亿元） | - | 4.66 | 3.32 | 6.34 | 25.62 | 26.92 |
| 应付账款（亿元） | 1.15 | 0.71 | 0.49 | 1.34 | 1.22 | 1.26 |
| 预收账款（亿元） | 0.27 | 0.37 | 0.28 | 0.72 | 0.77 | 1.22 |
| 其他应付款（亿元） | 0.26 | 0.36 | 0.31 | 1.75 | 2.03 | 4.09 |
| 递延所得税负债（亿元） | - | - | - | 0.93 | 0.98 | 0.97 |
| 刚性债务占比（%） | - | 72.49 | 71.69 | 53.59 | 80.49 | 77.22 |
| 应付账款占比（%） | 55.55 | 11.13 | 10.63 | 11.29 | 3.85 | 11.20 |

⁸ 当公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

| 核心债务 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 预收账款占比 (%) | 12.90 | 5.73 | 5.94 | 6.07 | 2.42 | 3.44 |
| 其他应付款占比 (%) | 12.47 | 5.64 | 6.77 | 14.76 | 6.39 | 11.54 |
| 递延所得税负债 (%) | - | - | - | -7.86 | 3.09 | 2.74 |

资料来源：根据朗姿所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司仍以流动负债为主，且流动负债比重进一步加大，债务期限结构未能改善，2017 年末公司长短期债务比为 7.18%。公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款和递延所得税负债组成，金额分别为 25.62 亿元、1.22 亿元、2.03 亿元和 0.98 亿元，合计金额占负债总额比重超过 90%。公司应付账款包括货款和工程款，其中货款占比达 92.30%；其他应付款主要是收取的押金、质保金和代扣代缴税金。2018 年 3 月末，公司负债总额进一步增至 35.46 亿元，较年初增长 11.90%，长短期债务比为 20.48%，债务期限结构仍不合理。其中刚性债务为 26.92 亿元，较年初增长 5.07%，主要是发行公司债券所致；预收款项 1.22 亿元，较年初增长 59.02%，系合并范围新增“高一生”所致；其他应付款 4.09 亿元，较年初增长 101.99%，大幅增长系新增控股股东申东日先生的借款。

截至 2018 年 3 月末，该公司无对合并范围外企业的担保业务。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成

| 刚性债务种类 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|---------------------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 短期刚性债务合计 | - | 1.51 | 3.32 | 5.93 | 24.56 | 21.94 |
| 其中：短期借款 | - | 1.50 | 3.32 | 5.72 | 15.40 | 12.65 |
| 一年内到期非流动负债 | - | - | - | 0.20 | - | - |
| 应付短期债券 | - | - | - | - | 9.11 | 9.26 |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | - |
| 其他短期刚性债务 | - | 0.01 | - | 0.00 | 0.05 | 0.04 |
| 中长期刚性债务合计 | - | 3.14 | - | 0.41 | 1.07 | 4.98 |
| 其中：长期借款 | - | 3.14 | - | 0.41 | 1.07 | 1.01 |
| 应付债券 | - | - | - | - | - | 3.97 |
| 其他中长期刚性债务 | - | - | - | - | - | - |
| 综合融资成本（年化，%） | - | 3.39% | 3.89% | 3.60% | 6.23% | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务主要由银行借款和应付长、短期债券构成，且以短期刚性债务为主。跟踪期内，随着公司业务运营资金需求增多，公司陆续发行了短期融资券和公司债券，刚性债务规模快速扩大，2017 年末为 25.62 亿元，较上年末增长 19.28 亿元。公司短期借款为 15.40 亿元，较上年末增长

168.94%，借款方式包括保证借款⁹、信用借款及委托贷款等；长期借款为 1.07 亿元，包括抵押借款和保证借款¹⁰；应付短期债券 9.11 亿元，系公司于 2017 年 8 月和 11 月分别发行的 17 朗姿 CP001、17 朗姿 CP002，发行金额分别为 5 亿元、4 亿元，利率分别为 5.71%、6.80%。2018 年 3 月末，公司刚性债务较上年末增长 5.07% 至 26.92 亿元，其中短期借款为 12.65 亿元，较年初减少 17.58%；新增应付债券 3.97 亿元，系公司 2018 年 3 月 19 日发行的 18 朗姿 01，债券发行规模 4 亿元，期限 3+2 年，利率 7.00%。

图表 27. 2017 年末公司银行借款明细¹¹ (单位：亿元)

| 项目 | 抵押借款 | 保证借款 | 信用借款 | 抵押+保证借款 | 质押+保证借款 | 委托贷款 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 短期借款 | - | 6.44 | 1.00 | 3.36 | 0.12 | 4.47 |
| 长期借款 | 0.07 | 1.00 | - | - | - | - |
| 合计 | 0.07 | 7.44 | 1.00 | 3.36 | 0.12 | 4.47 |

资料来源：朗姿股份

2014-2016 年，该公司融资成本在 3.60%-3.89% 之间，2017 年融资成本有所上升，主要是发行短期融资券所致。公司刚性债务的期限基本在一年以内，同期末占刚性债务总额的 94.55%，短期内存在较大的偿债压力。整体看，公司融资成本较多集中于 5%-7% 之间，融资成本相对较高，但尚处于合理区间。

图表 28. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位：万元)

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年 (不含 2 年) | 2~3 年 (不含 3 年) | 3~5 年 (不含 5 年) | 5 年及以上 |
|------------------|-----------|----------------|----------------|----------------|--------|
| 3% 以内 | - | - | - | - | - |
| 3%~4% (不含 4%) | 43,009.90 | - | - | - | - |
| 4%~5% (不含 5%) | 57,000.00 | - | - | - | - |
| 5%~6% (不含 6%) | 97,770.00 | - | - | 10,000.00 | - |
| 6%~7% (不含 7%) | 44,500.00 | - | - | - | - |

⁹ 截至 2017 年 12 月 31 日，该公司取得大连银行的 1.40 亿元的短期借款由西藏哗叭、申东日先生、翁洁女士提供最高额保证担保；截至 2017 年 12 月 31 日，厦门国际银行北京分行、上海银行学院路支行及汇丰银行短期借款人民币 0.45 亿元、1.00 亿元及 0.10 亿元，此三项借款由申东日先生提供保证担保；此外，朗姿股份与江苏银行签订最高额综合授信合同，此授信由申东日先生提供最高额个人连带责任保证，截至 2017 年 12 月 31 日，此授信协议下的短期借款余额为 1.00 亿元。

¹⁰ 该公司孙公司株式会社 Designskin 收到企业银行江南金融中心长期借款 659.7 万元，该借款由株式会社 Designskin 韩国首尔市南杨州物流中心土地和建筑设定抵押；保证借款方面，2017 年 8 月 8 日，朗姿韩亚资管与韩亚银行（中国）有限公司北京分行签订了流动资金借款合同，贷款金额为 1.00 亿元整，贷款期限为 2017 年 8 月 11 日起至 2020 年 8 月 10 日，此借款合同由公司提供连带责任保证担保，2017 年 8 月 8 日，朗姿股份与韩亚银行（中国）有限公司北京分行签订了保证合同；朗姿韩亚资管与韩亚银行（中国）有限公司北京分行签订了流动资金循环额度授信协议，授信额度为 1.00 亿元整，抵押期间为 2017 年 8 月 10 日至 2020 年 8 月 10 日。

¹¹ 抵押+保证借款的抵押物为公司位于朝阳区大郊亭南街 3 号院 1 号楼的朗姿大厦，同时控股股东申东日提供连带责任保证，韩亚银行（中国）有限公司据此给香港韩亚银行开具 5,141.00 万美元备用信用证，香港韩亚银行据此备用信用证向朗姿时尚（香港）有限公司提供借款 4,641.00 万美元，换银韩亚环球财务有限公司据此备用信用证向朗姿时尚（香港）有限公司提供借款 500.00 万美元；质押+保证借款系公司向大连银行股份有限公司开立国内信用证，金额为 1,240.00 万元，该信用证缴纳保证金金额为 250.00 万元。

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1年以内 | 1~2年(不含2年) | 2~3年(不含3年) | 3~5年(不含5年) | 5年及以上 |
|------------------|-------------------|------------|------------|------------------|-------|
| 7%及以上 | - | - | - | - | - |
| 合计 | 242,279.90 | - | - | 10,000.00 | - |

资料来源：朗姿股份

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业周期(天) | 25.50 | 27.63 | 27.31 | 44.21 | 38.15 |
| 营业收入现金率(%) | 108.04 | 112.69 | 114.96 | 104.06 | 106.03 |
| 业务现金收支净额(亿元) | 3.09 | 2.47 | 3.91 | 3.6 | 6.87 |
| 其他因素现金收支净额(亿元) | -2.94 | -2.11 | -2.41 | -2.27 | -5.57 |
| 经营环节产生的现金流量净额(亿元) | 0.13 | 0.36 | 1.51 | 1.32 | 1.29 |
| EBITDA(亿元) | 3.75 | 1.91 | 1.41 | 2.47 | 2.20 |
| EBITDA/刚性债务(倍) | - | 0.41 | 0.35 | 0.51 | 0.22 |
| EBITDA/全部利息支出(倍) | - | 101.67 | 6.11 | 16.81 | 5.72 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2017年，该公司营业周期为38.15天，较上年同期44.21天有所缩短，主要是医疗美容业务和资管业务收入增加，而上述两项业务应收账款规模较小所致。2017年婴童和医疗美容业务全年合并以及新增资管业务使得公司经营产生的现金流入量和流出量变化较大，分别为25.68亿元和24.39亿元，分别同比增长72.09%和79.33%；同年公司经营活动产生的现金流量净额为1.29亿元，同比减少2.31%。2018年1-3月公司经营活动产生的现金流量净额0.85亿元，同比增长22.78%。

2017年该公司EBITDA为3.46亿元，主要来自利润总额和列入财务费用的利息支出，随公司业务规模扩大而增加。但公司刚性债务增长迅速，导致EBITDA对债务的保障程度快速下降。同期公司EBITDA对刚性债务的保障程度为0.22倍，较上年同期的0.51倍下滑明显。公司后续业务开展仍需较大规模的资金需求，婴童及医疗美容业务盈利尚需回报时间，预计公司EBITDA对刚性债务的保障程度将进一步下滑。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

| 主要数据及指标 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | 1.86 | 0.63 | -0.68 | -2.71 | -22.80 |
| 其中：理财产品投资回收与支付净额 | 1.86 | 3.72 | 4.45 | -0.85 | 2.81 |
| 其中：与主业有关的投资净额 | - | -3.09 | -5.13 | -1.86 | -25.61 |

| 主要数据及指标 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -1.07 | -0.28 | -0.17 | -0.41 | -0.77 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | 1.86 | 3.72 | 4.45 | -0.85 | 2.81 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | 0.79 | 0.35 | -0.86 | -3.11 | -23.57 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司子公司韩亚资管的对外投资支出规模较大，导致公司投资活动产生的现金净流量呈大额净流出状态，2017年为-23.57亿元，净流出额同比增加20.45亿元。根据公司未来发展规划，医疗美容、婴童及资管业务后续仍需资金投入，尤其是资管业务对外投资规模大，公司财务杠杆或将快速上升，并且投资回报周期较长，投资项目能否实现预期收益尚存在不确定性。2018年1-3月，公司投资活动产生的现金净流量额为-4.72亿元，同比减少1.63亿元。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 权益类净融资额 | - | - | - | - | - |
| 其中：永续债及优先股 | - | - | - | - | - |
| 债务类净融资额 | - | 5.03 | 7.62 | 2.19 | 19.79 |
| 其中：现金利息支出 | -0.25 | 0.02 | 0.23 | 0.15 | 0.6 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | -1.80 | 1.64 | -1.66 | 2.18 | 21.31 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

该公司筹集资金的方式主要是银行借款和发行债券。2017年公司筹资活动产生的现金净流量为21.31亿元，其中取得借款收到的现金19.79亿元，发行债券收到的现金8.96亿元，公司暂未有权益类融资计划，原计划非公开发行7.45亿元股票已于2017年9月终止。2018年1-3月，公司筹资活动产生的现金净流量额为6.40亿元，同比增长13.90%。由于公司未来资金需要较大，预计公司仍将以上述两种方式进行融资，但公司目前短期刚性债务比重很大，公司拟通过发行新的中长期债券和短期债券的滚动发行替换当前即将到期的债务，而债券发行受一系列主、客观因素影响，存在不确定性，公司存在较大即期偿付压力。

截至2018年3月末，该公司取得各家银行借款授信额度包括0.66亿美元和12.53亿元人民币，公司已使用了全部的美元授信额度和9.56亿元人民币额度，尚余2.94亿元人民币的融资空间。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 20.06 | 20.07 | 13.80 | 19.08 | 21.45 | 26.51 |
| | 78.95% | 69.25% | 49.48% | 43.14% | 30.92% | 34.80% |
| 其中：现金类资产（亿元） | 1.20 | 4.55 | 3.62 | 2.91 | 2.06 | 4.60 |
| 应收款项（亿元） | 1.15 | 1.08 | 0.96 | 3.69 | 3.76 | 4.20 |
| 存货（亿元） | 5.51 | 5.58 | 4.86 | 6.63 | 7.85 | 7.27 |
| 其他流动资产 | 11.13 | 8.28 | 3.95 | 5.21 | 7.15 | 9.28 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 5.35 | 8.91 | 14.09 | 25.15 | 47.93 | 49.67 |
| | 21.05% | 30.75% | 50.52% | 56.86% | 69.08% | 65.20% |
| 其中：固定资产（亿元） | 0.59 | 3.57 | 3.47 | 4.83 | 3.99 | 3.90 |
| 投资性房地产（亿元） | - | 3.08 | 7.77 | 5.99 | 6.36 | 4.18 |
| 商誉 | - | - | - | 3.70 | 3.71 | 5.90 |
| 无形资产 | 1.39 | 1.43 | 1.37 | 5.44 | 4.18 | 4.10 |
| 长期股权投资（亿元） | 0.73 | 3.08 | 7.77 | 5.99 | 6.36 | 6.37 |
| 其中：所持非控股上市公司股权 ¹² （亿元） | - | 3.08 | 4.20 | 1.18 | - | - |
| 其他非流动资产 | - | 0.04 | 0.03 | 0.02 | 21.40 | 18.77 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | - | 1.00 | 1.10 | 4.64 | 7.31 | - |
| 期末全部受限资产评估价值（亿元） | - | 1.00 | 1.10 | 5.58 | - | - |
| 期末抵质押融资余额（亿元） | - | 3.14 | 3.32 | 5.27 | 3.48 | - |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | - | 3.93 | 3.94 | 10.49 | 10.54 | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

由于业务规模的扩大，该公司资产规模快速增长，2017 年末资产总额为 69.38 亿元，较上年末增长 56.86%。2017 年以来公司资管业务投资规模持续大幅增长，年末非流动资产占比达 69.08%，资产流动性大幅下滑。2018 年 3 月末公司资产总额 76.18 亿元，较年初增长 9.81%。

从流动资产构成情况看，2017 年末该公司流动资产为 21.45 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，上述四项合计金额占流动资产比重的 97.06%。其中货币资金 2.06 亿元（受限货币资金 0.03 亿元），较上年末减少 29.11%，现金比率为 7.30%，对流动负债的偿付能力不足；应收账款 3.76 亿元，与上年末相比变化不大，按账面余额计提坏账准备 0.41 亿元（其中阿卡邦计提 0.30 亿元），公司应收账款主要是阿卡邦的应收货款，由于韩国方面结算周期较长（3-6 个月），阿卡邦应收账款规模占公司应收账款总额的 63.56%；存货为 7.85 亿元（其中阿卡邦存货金额 2.49 亿元），较上年末增长 18.43%，主要是婴童及女装业务的库存商品，占比达 90%左右，按账

¹² 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

面余额计提跌价准备 1.12 亿元，变现能力较弱；其他流动资产 7.15 亿元，较上年末增长 37.21%，主要包括 2.5 亿元银行理财及子公司山南晨鼎向合伙企业缴纳的资本金 4.05 亿元¹³，以及少量的店面装修费和租金等。2018 年 3 月末，公司流动资产 26.51 亿元，较年初增长 23.62%，其中货币资金 4.50 亿元，较年初增长 122.55%，主要因股东借款到位所致；其他流动资产 9.28 亿元，较年初增长 29.78%，系理财产品增加所致。其余科目无重大变化。

2017 年末，该公司非流动资产 47.93 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产、商誉和其他非流动资产构成。其中长期股权投资为 6.36 亿元，较上年末增长 6.28%，系公司对 L&P、广州若羽臣及梦想医院等参股公司的投资；投资性房地产为 4.30 亿元，较年初相比增长 156.84%，主要是阿卡邦土地使用权和固定资产转入所致；固定资产和无形资产分别为 3.99 亿元和 4.18 亿元，分别较上年末减少 17.52%和 23.11%，其中固定资产转入投资性房地产 1.06 亿元；其他非流动资产 21.40 亿元，较上年末大幅增长 21.38 亿元，主要是子公司山南晨鼎向合伙企业缴纳的资本金¹⁴。2018 年 3 月末，公司非流动资产 76.18 亿元，较年初增长 9.81%，其中可供出售金融资产较年初增长 261.00%至 3.41 亿元，系资管公司设立合伙企业支付的投资款所致；商誉较年初增长 59.00%至 5.90 亿元，系收购“高一生”所致，目前公司已形成较大的商誉规模，若未来被并购企业的业绩不达预期，或将面临一定商誉减值风险；其他非流动资产 18.77 亿元，较年初减少 12.30%，系资管投资的部分业务退出所致。

图表 33. 2017 年末公司商誉构成情况（万元）

| 企业名称 | 金额 |
|--------------------|-----------|
| 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司 | 23,023.84 |
| 四川晶肤医学美容医院有限公司 | 3,056.10 |
| 西安晶肤医疗美容有限公司 | 2,523.16 |
| 重庆晶肤医疗美容有限公司 | 963.29 |
| 深圳米兰柏羽医疗美容门诊部有限公司 | 2,403.22 |
| 长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司 | 746.38 |
| 株式会社阿卡邦 | 4,322.41 |
| 成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司 | 43.65 |
| 成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司 | 29.29 |
| 西安市新城区晶肤医疗美容有限公司 | 21.43 |
| 陕西高一生医疗美容医院有限公司 | 21,908.92 |
| 合计 | 59,041.69 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

资产受限方面，2017 年末该公司受限资产账面价值合计 7.31 亿元，包括

¹³ 合伙企业缴纳的资本金均投资定向产品，此科目下列示的投资期限在一年以内；投资原值金额 405,000,000.00 元、减值准备金额 850,000.00 元。

¹⁴ 合伙企业缴纳的资本金均投资定向产品，此科目下列示的投资期限在一年以上；投资原值金额 2,077,900,500.00 元、减值准备金额 17,491,995.00 元。

部分货币资金、固定资产及韩国阿卡邦土地和建筑物，用于信用证保证金、银行抵、质押借款等。

图表 34. 2017 年末公司受限资产构成情况（万元）

| 项目 | 金额 | 受限原因 |
|---------------|-----------|------------|
| 货币资金 | 250.00 | 信用证保证金 |
| 固定资产 | 30,010.38 | 银行抵押 |
| 韩国阿卡邦土地和建筑物受限 | 42,838.80 | 借款及租赁保证金抵押 |
| 合计 | 73,099.18 | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2013 年末 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年第一 季度末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动比率 (%) | 973.09 | 611.66 | 297.43 | 181.95 | 72.54 | 90.08 |
| 速动比率 (%) | 663.38 | 432.05 | 188.72 | 117.24 | 45.44 | 64.25 |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 72.54% 和 45.44%，分别同比下滑 109.41 个百分点和 71.80 个百分点，存在一定的流动性压力。若未来资管业务规模进一步扩张，公司资产变现能力将持续弱化，将对公司偿债能力有不利影响。2018 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别为 90.08% 和 64.25%，资产流动性有所改善但仍有待提高。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事女装业务的经营活 动，能够获得一定的营业利润。公司本部债务结构欠佳，多以短期债务为主，存在一定即期偿债压力。

截至 2017 年末，该公司本部资产总额 45.06 亿元，其中流动资产 20.18 亿元，非流动资产 24.88 亿元。流动资产以其他应收款、存货和其他流动资产为主，分别为 12.05 亿元、3.46 亿元和 2.62 亿元，合计金额占流动资产总额的比重超过 92%。其中其他应收款主要是与关联方的往来款，北京韩亚资管占比达 89.63%，账龄在一年以内；存货主要是女装库存；其他流动资产主要是银行理财。2018 年 3 月末，公司本部资产总额 49.61 亿元，增长主要来自流动资产中的其他应收款，同期末为 17.24 亿元，系与关联方往来款增多所致。

非流动资产方面，2017 年末该公司本部非流动资产主要长期股权投资、

固定资产和无形资产构成，分别为 18.42 亿元、2.33 亿元和 1.62 亿元，合计金额占非流动资产总额的比重 90% 左右。其中长期股权投资主要是公司投资参与的 L&P 化妆品公司、若羽臣科技等；固定资产主要是房屋及建筑物等；无形资产主要是土地使用权等。2018 年 3 月末，公司本部非流动资产较年初相比变化不大。

该公司债务主要集中在本部，截至 2017 年末本部债务总额 23.99 亿元，占比达 75.70%，且均为流动负债，同期末资产负债率为 53.24%。流动负债以短期借款、其他应付款和其他流动负债为主，金额分别为 10.34 亿元、3.76 亿元和 9.15 亿元。2018 年 3 月末，本部流动负债金额 24.28 亿元，较年初小幅增长。非流动负债方面，同期末公司本部非流动负债 3.97 亿元，为 2018 年 3 月发行的公司债券。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司取得各家银行借款授信额度包括 0.66 亿美元和 12.53 亿元人民币，公司已使用了全部美元授信额度和 9.56 亿元人民币额度，尚余 2.94 亿元人民币的融资空间。公司银行授信来自多家银行，包括民生银行、大连银行、江苏银行、浦发银行、上海银行及韩亚银行等，授信集中度不高。

图表 36. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | | 其中： 贷款授信 | | 余额 | | 利率区间 | | 附加条件/增信措施 | |
|----------------------|-------|------|-------------|------|------|------|----------|---------|------------------------|-----------------|
| | 人民币 | 美元 | 人民币 | 美元 | 人民币 | 美元 | 人民币 | 美元 | 人民币 | 美元 |
| 全部（亿元） | 12.53 | 0.66 | 12.53 | 0.66 | 2.94 | 0.00 | 5.22%-7% | 2.5%+3L | 个人连带责任担保/子公司西藏 唯吼担保 | 部分由个人连带 责任担保 |
| 其中：国家政策性 金融机构（亿元） | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 其中：大型国有金 融机构占比（%） | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 18 朗姿 01：交叉违约条款/回售/调整票面利率

18 朗姿 01 设置了特殊条款。交叉违约触发情形：该公司本部及其合并范围内子公司未能清偿到期应付或宽限期到期后应付(如有)的其他公司债，企业债，资产支持证券，银行间债务融资工具或境外债券的本金或利息；回售：投资者回售选择权：公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在第 3 个计息年度付息日将其持有的本期债券全部

或部分按面值回售给公司，第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和登记机构相关业务规则完成回售支付工作；调整票面利率：公司调整票面利率选择权：公司调整票面利率选择权：公司有权决定在本期债券存续期限的第 3 年末调整本次债券后 2 年的票面利率；公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在深圳证券交易所指定的信息披露媒体上发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使利率调整权，未被回售部分债券在债券存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。

2. 18 朗姿 01：外部担保

深圳市高新投集团有限公司（简称“深圳高新投”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保仍然有效，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

截至 2016 年末，深圳高新投经审计的合并口径资产总额为 78.94 亿元，净资产为 65.59 亿元；2016 年度深圳高新投实现营业收入 11.01 亿元，其中担保业务收入 5.53 亿元，资金管理业务收入 2.88 亿元，实现净利润 7.09 亿元。截至 2017 年 9 月末，深圳高新投未经审计的合并口径资产总额为 114.67 亿元，净资产为 69.51 亿元，资产负债率为 31.05%，累计对外担保 1,029.22 亿元。

跟踪评级结论

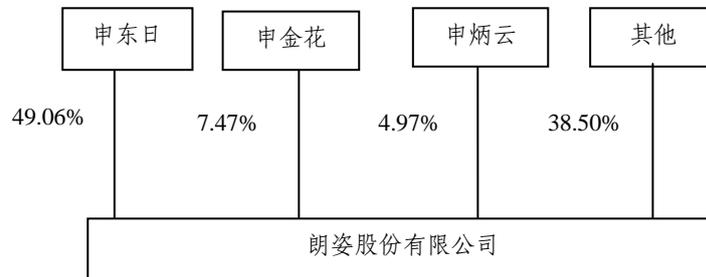
跟踪期内，该公司受益于女装销售业绩的改善和公司合并范围的增加，2017 年公司营业收入保持增长，毛利水平亦成上升趋势，同时，来自女装业务毛利率增长及资管业务的业绩贡献，公司综合毛利率有所提升。2017 年公司新增资产管理业务，对外投资规模大，投资回报周期较长，而公司现有负债高度集中于短期刚性债务，资产负债期限结构不匹配给公司带来了一定期限错配风险，需密切关注资管业务对公司经营及财务等方面带来的影响。此外，公司终止非公开发行计划，需关注公司婴童和医疗美容业务的经营战略、后续业务发展的资金来源、投入情况及再融资渠道，同时还需关注公司及境外子公司阿卡邦的管控风险。

由于各项业务发展均有较大资金需求，跟踪期内，该公司债务融资规模迅速扩大，财务杠杆上升明显，且公司多以短期刚性债务为主，短期偿债压力较大。随着业务经营规模扩大，公司期间费用增长较快，2017 年计提的资产减值损失有所增加，对公司净利润增长形成制约。公司货币资金存量较少，对短期债务的偿付能力不足，但公司经营活动产生的现金流量净额持续为正，可为即期债务偿付提供一定缓冲。此外，深圳高新投为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保仍然有效，可为本次债券

本息偿付提供进一步保障。

附录一：

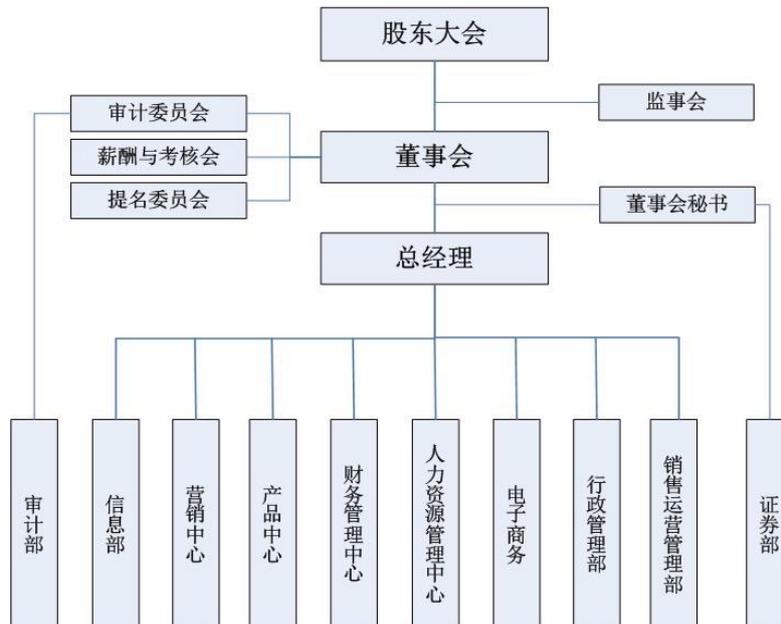
公司与实际控制人关系图



注：根据朗姿股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据朗姿股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 主营业务 | 2017年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | 备注 |
|-----------------|-------------|-----------|-------------|-----------|--------------------|--------------|--------------|-------------|-----------------|---------|
| | | | | | 刚性债务余额 (亿元) | 所有者权益 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 经营环节现金净流入量 (亿元) | |
| 朗姿股份有限公司 | 朗姿股份 | 本级 | — | 女装 | 25.51 | 37.69 | 23.53 | 1.93 | 1.29 | |
| 北京朗姿韩亚资产管理有限公司 | 朗姿韩亚 | 核心子公司 | 75.00 | 资管 | 2.25 | 11.00 | 1.44 | 1.01 | 12.75 | |
| 西藏哗叽服饰有限公司 | 西藏哗叽 | 医美子公司 | 100.00 | 女装 | - | 3.71 | 3.37 | 1.20 | 0.64 | |
| 朗姿医疗管理有限公司 | 朗姿医疗 | 医美子公司 | 58.81 | 医美 | 0.30 | 3.92 | 2.56 | 0.29 | 3.24 | |
| 株式会社阿卡邦 | 阿卡邦 | 婴童子公司 | 26.53 | 婴童 | 0.02 | 9.96 | 8.35 | -0.39 | 8.73 | |
| 北京朗姿服饰有限公司 | 朗姿服饰 | 核心子公司 | 100.00 | 女装 | - | 0.31 | 1.05 | -0.14 | 0.09 | 直接+间接持股 |
| 北京莱茵服装有限公司 | 莱茵服装 | 核心子公司 | 100.00 | 女装 | - | 0.05 | 3.27 | -0.06 | 0.04 | 间接持股 |

注：根据朗姿股份 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年第一季度 |
|----------------------|--------|--------|---------|-----------|
| 资产总额 [亿元] | 27.89 | 44.23 | 69.38 | 76.18 |
| 货币资金 [亿元] | 3.62 | 2.91 | 2.06 | 4.60 |
| 刚性债务[亿元] | 3.32 | 6.34 | 25.51 | 27.38 |
| 所有者权益 [亿元] | 23.25 | 32.40 | 37.69 | 40.72 |
| 营业收入[亿元] | 11.44 | 13.68 | 23.53 | 6.46 |
| 净利润 [亿元] | 0.74 | 1.84 | 1.93 | 0.63 |
| EBITDA[亿元] | 1.41 | 2.47 | 3.46 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 1.51 | 1.32 | 1.29 | 0.85 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -0.86 | -3.11 | -23.57 | -4.72 |
| 资产负债率[%] | 16.63 | 26.75 | 45.68 | 46.55 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 699.27 | 511.01 | 147.75 | 148.70 |
| 流动比率[%] | 297.43 | 181.95 | 72.54 | 90.08 |
| 现金比率[%] | 78.17 | 27.87 | 7.00 | 15.65 |
| 利息保障倍数[倍] | 4.34 | 13.97 | 4.65 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 25.50 | 27.63 | 27.31 | 44.21 |
| 毛利率[%] | 58.99 | 54.96 | 57.35 | 56.91 |
| 营业利润率[%] | 6.34 | 10.28 | 9.51 | 11.67 |
| 总资产报酬率[%] | 3.53 | 5.69 | 4.94 | — |
| 净资产收益率[%] | 3.25 | 6.61 | 5.51 | — |
| 净资产收益率*[%] | 3.25 | 6.85 | 7.30 | — |
| 营业收入现金率[%] | 114.96 | 104.06 | 106.03 | 99.13 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 38.09 | 17.51 | 6.46 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 11.76 | -21.74 | -102.36 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 6.11 | 16.81 | 5.72 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.35 | 0.51 | 0.22 | — |

注：表中数据依据朗姿股份经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|--|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]) |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100% |
| EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投 机 级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投 机 级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《纺织服装行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。