

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(2019)100054】

**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/2019 年 5 月 8 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AAA/2018 年 5 月 18 日

**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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	1.50	0.32	0.04
刚性债务	0.50	19.52	16.68
所有者权益	20.27	21.08	21.42
经营性现金净流入量	2.49	-12.89	6.98
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	44.23	69.38	72.82
总负债	11.83	31.69	29.98
刚性债务	6.34	25.62	22.96
所有者权益	32.40	37.69	42.84
营业收入	13.68	23.53	26.62
净利润	1.84	1.93	2.04
经营性现金净流入量	1.32	1.29	0.54
EBITDA	2.47	3.46	4.88
资产负债率[%]	26.75	45.68	41.17
权益资本与刚性债务比率[%]	511.01	147.09	186.60
流动比率[%]	181.95	72.54	154.32
现金比率[%]	27.87	7.00	10.90
利息保障倍数[倍]	13.97	4.65	2.31
净资产收益率[%]	6.61	5.51	5.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-23.68	-111.23	7.30
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.74	-102.36	6.31
EBITDA/利息支出[倍]	16.81	5.72	2.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.51	0.22	0.20
<b>担保人数据(合并口径):</b>			
所有者权益合计	34.56	63.96	65.59
风险准备金	2.82	3.28	3.74
担保比率[%]	10.11	12.23	5.61

注:根据朗姿股份经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。担保人数据根据深圳高新投经审计的 2015~2017 年财务数据整理、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)2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2018 年以来朗姿股份在女装行业地位、医美业务收入增长等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在即期债务偿付、债务期限错配、经营业绩下滑、并购企业管控、商誉减值及海外子公司管控等方面仍面临较大压力。

#### 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。
- **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,在西南地区初步形成产业布局,营业收入增长较快。
- **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:

- **即期债务偿付压力。**跟踪期内,朗姿股份短期刚性债务占比依然较高,债务期限结构不合理,存在较大的即期偿付压力。
- **债务期限错配风险。**朗姿股份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。

- **主营业务经营业绩下滑。**跟踪期内，朗姿股份期间费用快速增长，严重侵蚀其利润空间，同时阿卡邦计提资产减值损失较多，多重因素导致公司主营业务经营业绩出现下滑，目前营业利润基本来自投资收益。
- **并购企业管控风险和商誉减值风险。**朗姿股份通过对外并购扩大业务规模，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商誉规模持续增加，目前阿卡邦因业绩不佳已全额计提商誉减值准备，对境外子公司的管控存在一定压力。
- **存货跌价风险。**跟踪期内，朗姿股份因女装业务门店扩张、备货增加及婴童销量不佳，导致存货规模进一步增长，面临较大的存货跌价风险。
- **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66.23%已被质押，占公司总股本的32.49%，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，本评级机构维持公司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 2018 年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	已到期,正常兑付
17 朗姿 CP002	4.00	365 天	6.80	2017 年 11 月	已到期,正常兑付
18 朗姿 01	4.00	5 (3+2) 年	7.00	2018 年 3 月	付息正常,尚未到期

资料来源: Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实,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;在这样的情况下,主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻,短期内经济增长下行压力较大,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行;中长期内,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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度,全球经济增长进一步放缓,制造业景气度快速下滑,美国

单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以

及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

## **(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。2018年行业收入及利润均呈现较大负增长，整体形势不容乐观。该公司所在的女装行业市场容量大，生产企业众多，且高端女装主要集中于国际品牌，公司面临了较大的竞争压力。

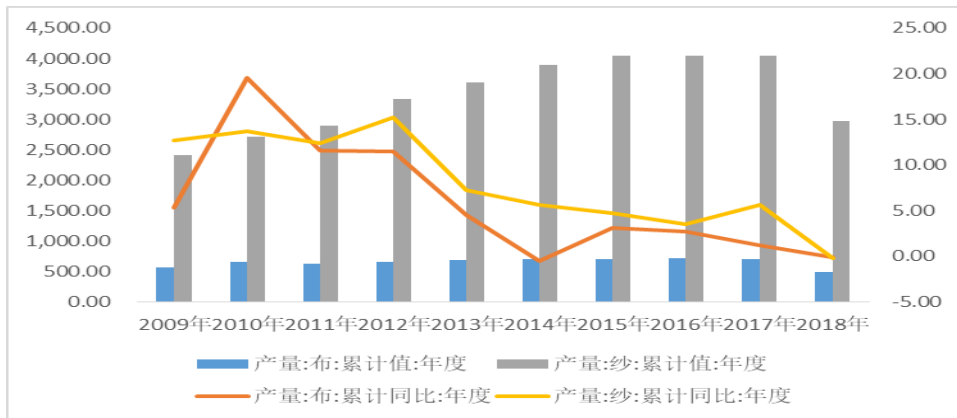
### **纺织服装行业**

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。

近年来，我国纺织服装行业仍持续推进结构调整和转型升级，主要产品产量增速持续放缓。2018年，我国布、纱产量分别为498.9亿米和2976.0万吨，分别同比下降0.10%和0.20%，均已出现负增长。规模以上服装企业累计完成服装产量222.74亿件，同比下降3.37%。其中，梭织服装111.57亿件，同比下降3.10%；针织服装111.17亿件，同比下降3.62%。



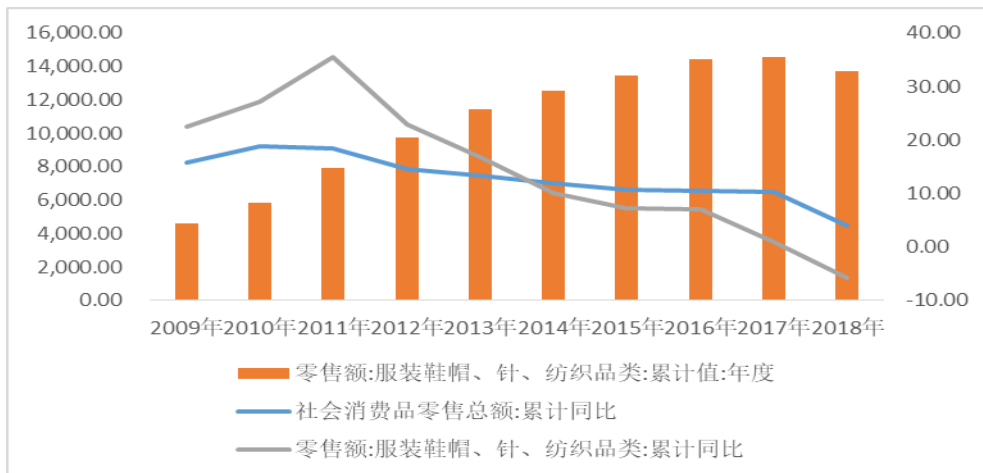
图表 2. 我国纺织服装行业主要产品产量情况（单位：亿件，%）



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。2018 年，我国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额同比增长 8.0%，增速较上年同期下降 1.12%。

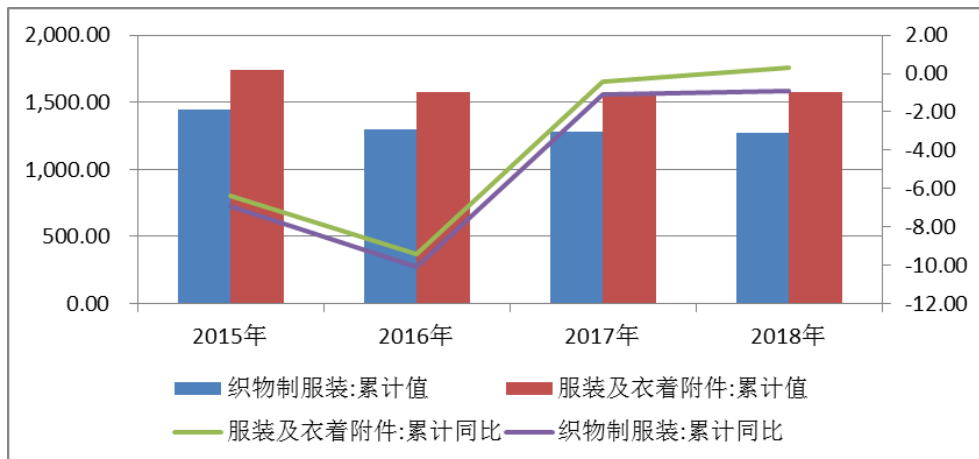
图表 3. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

出口方面，2017 年以来受人民币兑美元汇率波动、成本上涨影响，加之东南亚等国竞争加剧，我国服装出口提价困难。据海关数据显示，2017 年我国服装出口数量同比增长 4.06%，而服装出口平均单价同比下降 5.13%，服装出口总额同比下降 0.73%。进入 2018 年，全球贸易回暖促使我国服装出口止跌回升，当年我国累计完成服装及衣着附件出口 1,576.33 亿美元，同比增长 0.3%，比上年同期提升 0.7 个百分点。

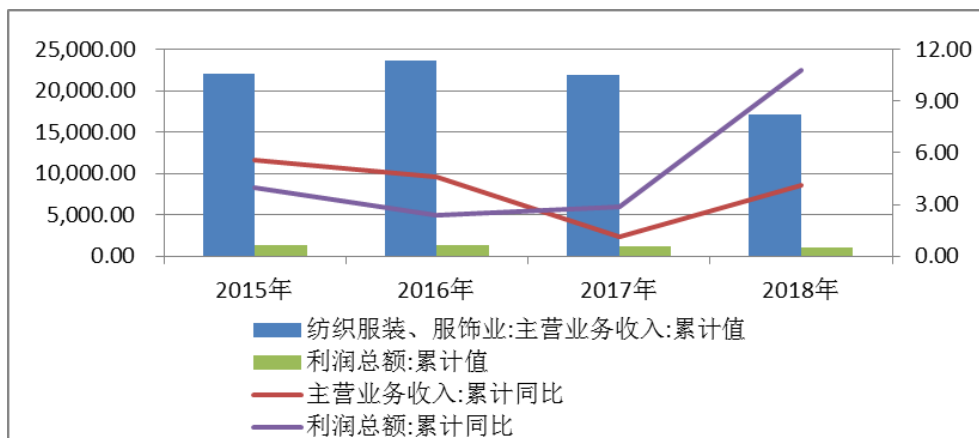
图表 4. 服装行业出口情况（单位：亿美元，%）



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，2018 年我国纺织服装、服饰行业实现主营业务收入 17,106.60 亿元，较上年下降 4.10%；2018 年纺织服装、服饰行业实现利润总额 1,006.80 亿元，较上年下降 10.80%。2018 年行业收入及利润均呈现较大负增长，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

该公司为国内中高端女装知名企业。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，经营收入较上年进一步增长，盈利水平出现一定分化。

**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）				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
朗姿股份（002612.SZ）	12.35	11.44	13.68	23.53	26.62	1.21	0.74	1.84	1.93	2.04
拉夏贝尔（603157.SH）	62.09	74.39	85.51	89.99	101.76	5.11	6.58	5.72	5.37	-1.99
日播时尚（603196.SH）	9.11	8.98	9.49	10.73	11.32	0.84	0.75	0.77	0.77	0.28
维格娜丝（603518.SH）	8.47	8.24	7.44	25.64	30.86	1.38	1.12	1.00	2.22	3.11
歌力思（603808.SH）	7.44	8.35	11.32	20.53	24.36	1.38	1.60	2.22	3.55	4.39
安正时尚（603839.SH）	11.72	12.25	12.06	14.21	16.49	2.29	2.44	2.36	2.73	2.81

资料来源：Wind、新世纪评级整理

婴童服装方面，受益于消费升级与二胎政策红利，我国童装市场尚处于高速增长阶段，规模增速较快。据欧睿咨询<sup>1</sup>数据显示，2017 年我国童装市场规模达 1,796 亿元，同比增长 14.3%，2012-2017 年年度复合增长率达 11.14%。根据欧睿咨询预计，2019-2020 年我国童装市场增速预计为 14.10%、18.01%，未来发展空间较大。2016-2018 年我国新生儿数量分别为 1,846 万人、1,758 万人和 1,523 万人，呈逐年下降趋势，但人均收入水平提高及消费能力增强为婴童产业奠定了发展基础。根据国家统计局数据，2018 年全国居民人均可支配收入 2.82 万元，实际增长 6.5%；全国居民人均消费支出 1.99 万元，实际增长 6.2%。同时，根据中国儿童产业研究中心调查显示，目前我国 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，亦体现出家庭支出的消费升级。

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，尚未确立竞争格局。市场占有率方面，2017 年我国前五大童装市场集中度仅为 8.50%（第一名巴拉巴拉市占率为 5%，第二名 AdidasKids 为 1.1%，其余品牌均不超过 1%）。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。

行业政策方面，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 25μg/kg（ppb）

<sup>1</sup> Euromonitor（欧睿）信息咨询公司成立于 1972 年，总部位于英国伦敦，其在出版市场报告，商业参考资料和网上数据库方面拥有超过 40 年的经验，服务和技术方面的不断进步确保了公司多年来始终在所有市场信息解决方案提供者中的领先地位。

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。

据 2018 年 11 月国务院发布，2019 年 1 月 1 日起，延续跨境电商零售进口现行监管政策并扩大适用范围，包括：延续“零关税+70%增值税+70%消费税”的进口税率；提升交易限额；扩大商品范围；扩大试点城市范围；监管放松。新政对跨境电商加大了支持力度，将进一步加剧国内消费品市场竞争，倒逼国内消费品企业提高竞争力。

婴童服装亦发布了相关政策。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，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。

纺织服装行业风险主要来自（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；（5）另外，纺织服装行业内的一些大型企业集团及其股东，在行业转型升级过程中，更多地选择了业务多元化，并大量涉及高风险业务领域。

### **医疗美容行业**

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。2017 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。

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。

目前，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”及收购“高一生”涉足医疗美容行业，并不断拓展医美业务规模。截至 2018 年末公司已拥有 10 家医疗美容机构，在重庆、成都和西安初步形成了产业布局。

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，该公司女装业务铺设门店较多，带动销售收入增加，同时也导致存货和费用的上升；阿卡邦因国内销售渠道尚未搭建完毕，主要经营地区韩国需求下降，收入规模持续下滑，业务仍呈亏损状态，一定程度上拖累公司整体经营业绩；医美业务因并表范围扩大，业务收入增幅明显；资管业务贡献的投资收益已成为公司利润的重要来源，但对外投资产品规模大、期限长，且公司短期刚性债务压力依然较大，期限错配风险依然存在。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。

该公司原主要经营中高端女装业务，2016 年以来围绕女性时尚产业布局发

展了绿色婴童、医疗美容和资管业务。跟踪期内公司经营规模继续扩张，营业收入较上年度保持增长，2018 年实现营业收入 26.62 亿元，同比增长 13.10%。从具体构成来看，中高端女装仍是公司主要收入来源，2018 年业务收入 13.80 亿元，同比增长 24.29%，占核心收入的比重为 52.56%；公司绿色婴童业务经营仍集中在韩国，受韩国人口出生率持续走低、需求下降影响，业务收入有所下滑，2018 年为 6.61 亿元，同比下降 19.19%；医疗美容业务方面，2018 年 1 月，公司以 2.67 亿元自有资金收购高一生 100% 股权<sup>2</sup>，并表后医疗美容业务收入规模和占比明显提升，2018 年为 4.80 亿元，较上年度增长 2.25 亿元，占核心业务的比重由 2017 年的 10.96% 进一步提升至 18.26%；2018 年公司资管业务收入 1.05 亿元，同比减少 27.08%，系咨询服务业务减少所致。

**图表 7. 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
中高端女装	纺织服装	国内	自营+代理
绿色婴童	纺织服装	国内、韩国	自营+代理
医疗美容	医药	国内	内生+外延
资产管理	资产管理	国内、香港、韩国	-

资料来源：朗姿股份

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 8. 公司核心业务收入及变化情况**

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	13.68	23.53	26.62
其中：主营业务收入（亿元）	13.57	23.27	26.25
在营业收入中所占比重（%）	99.20	98.90	98.62
其中：（1）中高端女装	9.77	11.10	13.80
在核心业务收入中所占比重（%）	72.00	47.70	52.56
（2）绿色婴童	2.94	8.18	6.61
在核心业务收入中所占比重（%）	21.67	35.15	25.17
（3）医疗美容	0.86	2.55	4.80
在核心业务收入中所占比重（%）	6.34	10.96	18.26
（4）资产管理	-	1.44	1.05
在核心业务收入中所占比重（%）	-	6.19	4.01
毛利率（%）	54.96	57.35	57.95
其中：时尚女装（%）	57.56	60.16	57.72
绿色婴童（%）	47.38	46.00	50.32
医疗美容（%）	56.27	56.64	59.90
资产管理（%）	-	100.00	100.00

资料来源：朗姿股份

<sup>2</sup> 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。

## 中高端女装

跟踪期内，该公司继续通过渠道调整及品牌结构优化，女装业务收入保持增长，2018 年实现业务收入 13.80 亿元，同比增长 24.29%。从品牌收入情况来看，公司女装业务收入增长主要来自自主品牌朗姿和莱茵，上述两品牌收入分别为 9.64 亿元和 2.87 亿元，分别同比增长 32.54% 和 24.24%，且朗姿收入占比不断提升，2018 年占女装业务收入比重的 69.88%，客户资源逐渐向主要品牌集中。

图表 9. 公司女装品牌收入及占比情况（单位：亿元、%）

品牌	2016 年		2017 年		2018 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	5.90	60.35	7.27	65.53	9.64	69.88
	莱茵	2.07	21.18	2.31	20.81	2.87	20.80
	玛丽	0.45	4.56	0.20	1.82	0.07	0.49
代理品牌	FABIAN A FILIPPI	0.11	1.12	0.14	1.29	0.15	1.10
	朵儿	0.04	0.38	0.03	0.30	0.01	0.11
	卓可	1.05	10.79	0.99	8.88	0.91	6.57
	吉高特	0.16	1.61	0.15	1.37	0.15	1.05
合计	9.77	100.00	11.10	100.00	13.80	100.00	

资料来源：朗姿股份

从门店数量来看，2018 年末公司店铺数量增至 511 家（净增 57 家），其中自营店铺 378 家（净增 62 家），经销店铺 127 家（净减 11 家）及线上店铺 6 家，店铺结构调整较为明显。具体来看，2018 年末主品牌朗姿店铺数量 248 家，较上年末增加 23 家，包括 147 家自营门店和 101 家经销门店；莱茵店铺数量 145 家，较上年末增加 13 家，包括 119 家自营门店和 26 家经销门店；第五季为公司在奥莱开设专门销售过季产品的店铺，跟踪期内由于存货增加较多，公司新开设 20 家第五季店铺清理库存。整体看，2018 年公司女装新开设门店较多，带动销量上升，但也因此积累了一定的存货规模，同时销售费用也有明显攀升。

图表 10. 公司终端店铺情况（单位：家）

品牌	2016 年			2017 年			2018 年		
	自营	经销	合计	自营	经销	合计	自营	经销	合计
朗姿	111	113	224	119	106	225	147	101	248
莱茵	84	36	120	100	32	132	119	26	145
卓可	33	1	34	35	-	35	31	-	31
玛丽	21	-	21	1	-	1	-	-	-
第五季	35	1	36	48	-	48	68	-	68
吉高特	5	-	5	7	-	7	10	-	10
FABIANA FILIPPI	3	-	3	4	-	4	3	-	3
朵儿	2	-	2	2	-	2	-	-	-
合计	294	151	445	316	138	454	378	127	505

资料来源：朗姿股份



生产方面，该公司女装生产仍包括自制生产、委托加工和定制生产三种模式，整体周期一般为 15-45 天，2018 年三种生产模式的占比为 10.18%、16.74% 和 73.08%，其中定制生产比重同比增加近 10 个百分点，其余两种加工模式比重均有不同程度下降。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，2018 公司自制生产 14.25 万件，较上年减少 1.25 万件。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<sup>3</sup>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。

**图表 11. 公司生产模式明细 (单位:万元、%)**

生产类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自制生产	5,985.28	16.23	6,588.46	12.47	6,739.22	10.18
委托加工	10,889.70	29.53	12,590.85	23.82	11,082.33	16.74
定制生产	19,999.35	54.24	33,674.79	63.71	48,372.35	73.08
<b>合计</b>	<b>36,874.33</b>	<b>100.00</b>	<b>52,854.10</b>	<b>100.00</b>	<b>66,193.90</b>	<b>100.00</b>

资料来源：朗姿股份

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，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。2018 年公司面辅料采购随定制生产服务增加有所减少。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；成衣采购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. 公司主要原材料采购量及单价情况 (单位:万米、元/米)**

原料类别		2016 年		2017 年		2018 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	37.71	92.42	36.91	86.85	25.77	103.21
	国产	48.33	119.23	65.70	104.30	56.13	117.73
<b>合计</b>		<b>86.04</b>	<b>-</b>	<b>102.61</b>	<b>-</b>	<b>81.90</b>	<b>-</b>

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，2018 年公司从前五大供应商合计采购金额 1.85 亿元，占采购总额的 16.57%，同比增加 3.31 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

<sup>3</sup> 定制生产模式下，公司向定制生产商提供自主设计的服装样板和工艺单，指定其采购特定的原、辅料，监督生产商按要求组织生产，验收合格后对外销售。



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。

销售渠道方面，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，2018 年销售占比为 73.61%、14.62% 和 11.77%，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，2018 年收入占比分别为 82.90% 和 17.10%，其中自营收入占比提升 4.4 个百分点。公司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。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。

研发方面，截至 2018 年末，该公司拥有北京和韩国首尔 2 个研发设计中心，共有研发人员 297 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。跟踪期内公司继续保持在研发方面的支出，2018 年全年研发费用为 0.83 亿元。此外，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 2018 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、8 项实用新型专利。近年来，公司设立研发项目共计 17 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，并均已实现科技成果转化，对公司产品质量的提升有积极作用。

### **绿色婴童**

2014 年该公司全资子公司朗姿（韩国）有限公司（简称“朗姿韩国”）投资 3.06 亿元收购株式会社阿卡邦（简称“阿卡邦”）26.53% 的股权，成为其第一大股东，委派高层领导对阿卡邦实施控制。阿卡邦为韩国 KOSDAQ 上市公司（股票代码：013990），主营幼儿及孕妇服装和用品，按市占率在韩国市场排名第三位，拥有较高的知名度。截至 2018 年末阿卡邦门店共计 999 家（其中韩国 966 家），较上年末增加 35 家，其中自营门店 693 家（增加 96 家），经销门店 306 家（减少 61 家）。

2018 年，阿卡邦实现营业收入 6.61 亿元，同比减少 19.19%；净利润-0.91 亿元，同比减少 0.55 亿元，按股比影响公司净利润-0.24 亿元。从收入模式情况看，2018 年阿卡邦直营收入 5.34 亿元，占收入比重的 80.79%，同比上升 21.48 个百分点，一方面因阿卡邦国际业务收缩导致的出口产品销售不佳，暂停了部分出口业务导致贸易收入下滑；另一方面因经销商数量下降导致经销业务收入下降。此外阿卡邦计提商誉减值及存货跌价准备 0.61 亿元，同比增加 0.60 亿元，亏损程度进一步扩大。

**图表 13. 阿卡邦收入模式分类（万元、%）**

经营模式	2016年9-12月		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营	18,236.82	62.02	48,533.75	59.31	53,377.29	80.79
经销（代销）	7,364.46	25.05	20,127.92	24.60	6,619.38	10.02
贸易	3,801.19	12.93	13,169.07	16.09	6,072.72	9.19
<b>合计</b>	<b>29,402.48</b>	<b>100.00</b>	<b>81,830.73</b>	<b>100.00</b>	<b>66,069.39</b>	<b>100.00</b>

资料来源：朗姿股份

跟踪期内，该公司完成设立国内自营店铺 19 家、加盟店 14 家，主要分布在北京、江浙和四川地区的购物中心，国内销售渠道尚在铺设中。当前阿卡邦业务仍主要集中在韩国，但受韩国人口出生率持续走低、需求下降影响，阿卡邦营业收入持续下滑，亏损程度有所增加。阿卡邦通过公开市场价值与收益法进行减值测试，选取测试结果高的收益法作为评估依据，2018 年末全额计提商誉减值 0.43 亿元。在当前国内新生儿出生率下滑的背景下，需关注阿卡邦国内销售渠道的铺设、运营情况，以及公司对境外子公司的管控风险。

**图表 14. 2016-2018 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%
2018 年	68,008.85	-10,071.73	-9,115.90	50.32%

资料来源：朗姿股份

### 医疗美容业务

该公司设立朗姿医疗管理有限公司（简称“朗姿医疗”）对旗下各医疗机构实行统一管控。跟踪期内，公司继续通过品牌收购方式拓展医疗美容业务。2018 年 1 月公司收购高一生 100% 的股权，收购价格 2.67 亿元<sup>4</sup>，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。截至 2018 年末，公司医疗美容业务旗下“米兰柏羽”、“晶肤医美”及“高一生”三个品牌合计拥有 10 家医疗机构，较上年增加 1 家，截至 2018 年末公司拥有医疗人员 389 名，较上年增加 123 名；2018 年朗姿医疗实现营业收入 4.80 亿元，同比增长 87.26%；按股比计算为公司贡献净利润 0.28 亿元，同比增长 43.42%。

<sup>4</sup> 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。

**图表 15. 截至 2018 年末公司医疗美容业务品牌情况**

品牌	数量	类型	地区
米兰柏羽	2	医院、门诊部、诊所	成都、深圳
晶肤医美	7	门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安
高一生	1	医院、门诊部、诊所	西安
<b>合计</b>	<b>10</b>	-	-

资料来源：朗姿股份

从业绩承诺完成情况来看，2018 年“米兰柏羽”和“晶肤医美”6 家控股子公司合计实现净利润 0.31 亿元，完成相应业绩承诺，且三年业绩承诺期已满<sup>5</sup>，目前净利润保持逐年增长，但仍需关注后续经营情况；同期“高一生”实现净利润 0.23 亿元，完成当年业绩承诺净利润 0.21 亿元。上述被收购企业经审计不存在商誉减值迹象。

**图表 16. 公司主要诊所/医院收入情况（单位：万元）**

科目	2016 年			2017 年			2018 年		
	营业收入	营业利润	净利润	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	24,860.88	3,606.93	2,938.07
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	4,400.48	915.93	767.14
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	1,882.81	546.76	462.13
陕西高一生医疗美容医院有限公司	-	-	-	-	-	-	11,893.41	2,868.10	2,269.19
<b>合计</b>	<b>19,508.37</b>	<b>3,239.05</b>	<b>2,774.58</b>	<b>22,633.91</b>	<b>4,326.78</b>	<b>3,424.86</b>	<b>43,037.58</b>	<b>7,937.72</b>	<b>6,436.53</b>

资料来源：朗姿股份

### 化妆品业务

该公司主要围绕女性相关产业进行投资，于 2015 年 10 月投资参股韩国化妆品公司 L&P Cosmetic Co., Ltd.（简称“L&P”），持有 10% 的股权（后被稀释为 9.8%）。L&P 主要业务为研发、生产和销售各类护肤品，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Labocare”等，销售主要依赖韩国免税店的客流量以及在国内的线上销售。2018 年 12 月，公司通过股权转让方式转让所持 L&P 0.7% 的股权，取得转让价款 0.51 亿元，其中投资收益 0.19 亿元。本次转让完成后，公司持有 L&P 9.1% 的股权，仍为其第四大股东。2018 年 L&P 实现营业收入 19.32 亿元，净利润 2.88 亿元，与上年基本持平，按比例折算为公司贡献净利润 0.28 亿元。

### 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（简称“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

<sup>5</sup> “米兰柏羽”和“晶肤医美”6 家控股子公司承诺在 2016-2018 年分别为公司实现净利润 2,500 万元、3,000 万元和 3,600 万元。



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，同时，公司到期资金回收情况亦需持续关注。

**图表 18. 资管业务子公司情况<sup>6</sup>（单位：万元）**

控股子公司名称	持股比例 (%)	设立成本	营业收入 (2018 年)	净利润 (2018 年)	资产总额 (2018 年末)	权益总额 (2018 年末)	设立日
山南晨鼎实业发展有限公司	100.00	1000.00	4.75	13,679.93	247,848.48	10,834.69	2017/6/29
芜湖铸信投资管理合伙企业 (有限合伙)	100.00	500.00	9,116.14	7,893.08	4,538.34	2,655.84	2017/7/17
芜湖恒鼎投资管理有限公司	100.00	205.00	0.00	99.23	566.10	559.27	2017/5/8
芜湖元康投资管理有限公司	100.00	250.00	28.51	10.33	261.62	259.63	2017/11/6
芜湖元祐投资管理有限公司	100.00	250.00	14.28	11.47	280.49	260.88	2017/11/6
山南元嘉实业发展有限公司	100.00	1.00	-	-0.23	-	7.03	2017/9/22
芜湖恒晟投资管理有限公司 (有限合伙)	55.00	-	-	-	-	-	2017/9/27
芜湖君之捷投资管理合伙企业 (有限合伙)	100.00	-	-	-	-	-	2017/7/17
朗姿韩亚 (香港) 投资管理有限公司	100.00	-	24.19	-502.50	2,643.34	2,575.58	

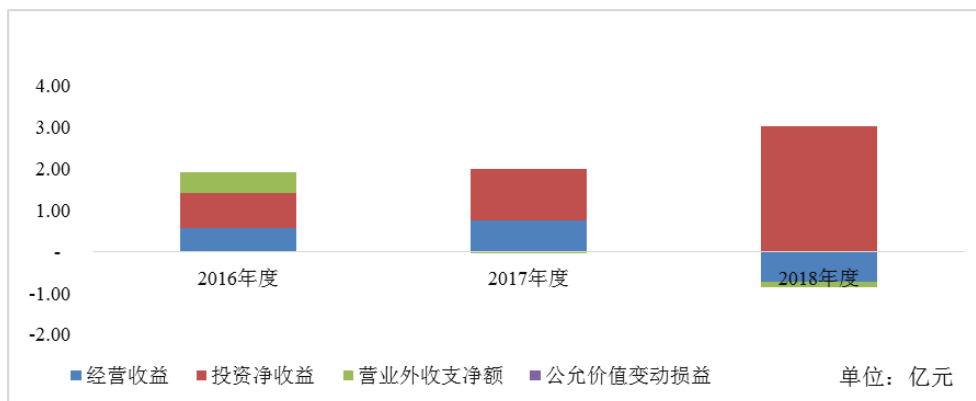
资料来源：朗姿股份

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 2018 年末，朗姿韩亚资管资产总额 26.19 亿元，净资产 16.39 亿元，资产负债率 37.43%；2018 年实现营业收入 1.52 亿元，按股权比例折算贡献净利润 0.93 亿元，同比增长 22.46%。

<sup>6</sup> 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 19. 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。

2018年该公司实现毛利15.42亿元，同比增长14.22%。具体构成来看，跟踪期内公司女装业务及医美业务业绩贡献较多，分别同比增加1.23亿元和1.42亿元，而婴童业务和资管业务因收入规模收缩，毛利同比有所下降。2018年公司综合毛利率57.95%，与上年基本持平。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度
营业收入合计(亿元)	13.68	23.53	26.62
毛利(亿元)	13.11	13.50	15.42
其中：中高端女装	5.62	6.73	7.96
绿色婴童	1.39	3.76	3.32
医疗美容	0.48	1.45	2.87
资产管理	-	1.44	1.05
期间费用率(%)	50.77%	50.55%	57.07%
其中：财务费用率(%)	0.64%	3.17%	6.77%
全年利息支出总额(亿元)	0.15	0.60	1.73
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。

随着女装和医美业务规模的扩张及合并范围增加，该公司期间费用快速增长，严重侵蚀了利润空间，扣除费用后业务呈现微亏状态。具体来看，跟踪期内公司女装和医美业务均实现盈利，利润分别为0.84亿元和0.68亿元，但婴童和资管业务亏损相对较大，利润分别为-1.27亿元和-0.83亿元，其中婴童业务资产减值损失中计提商誉减值0.43亿元；资管业务亏损主要系该板块利润来源除咨询费收入外，还包括对外投资获取的投资收益2.22亿元，不体现在业务收入中。2018年，公司期间费用为15.19亿元，同比增长27.69%。增长主要来自销售费用、管理费用和财务费用，同期分别为9.57亿元、3.82亿元和1.80亿元，分别同比增长23.84%、11.52%和141.89%。其中销售费用上升主要系女装新开门店的各项费用增加及合并高一生所致；管理费用上升主要是



管理人员薪酬及办公费用等增加；财务费用上升系公司以前年度发行的两期短券 2018 年到期还本付息，利息支出增加所致。整体来看，高企的期间费用较大程度抑制了公司的利润空间，同时受婴童业务拖累影响，整体利润呈现微亏。

**图表 21. 公司核心业务营业成本明细（亿元、%）**

项目	中高端女装	医美业务	绿色婴童	资管业务	合计
营业总收入	13.95	4.80	6.80	1.05	26.6
营业总成本	13.10	4.11	8.07	1.88	27.16
其中：核心业务成本	5.83	1.92	3.28	-	11.03
税金及附加	0.15	0.00	0.02	0.02	0.19
销售费用	4.94	1.65	2.96	0.00	9.55
管理费用	1.03	0.51	0.66	0.74	2.94
研发费用	0.65	-	0.18	-	0.83
财务费用	0.54	0.02	0.00	1.13	1.69
<b>期间费用合计</b>	<b>7.16</b>	<b>2.18</b>	<b>3.80</b>	<b>1.87</b>	<b>15.01</b>
资产减值损失	-0.09	0.00	0.86 <sup>7</sup>	0.00	0.77
<b>主营利润</b>	<b>0.84</b>	<b>0.68</b>	<b>-1.27</b>	<b>-0.83</b>	<b>-0.58</b>
净利率	6.04	14.27	-18.72	-79.05	102.77
毛利率	57.85	59.93	50.12	100.00	57.95

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

**图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析<sup>8</sup>**

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	0.83	1.23	3.01
其中：理财产品（亿元）	0.19	0.25	0.17
合营企业（亿元）	0.64	0.41	0.48
投资收益-金融资产（亿元）	-	0.58	2.17
其他收益	-	0.25	0.16
其中：民族手工业扶持资金（亿元）	-	0.24	0.11
扶持发展专项基金（亿元）	-	0.01	0.03
营业外收入（亿元）	0.52	0.05	0.03
其中：政府补助（亿元）	0.49	-	-
其他（亿元）	0.03	0.05	0.03
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。

<sup>7</sup> 该数据以朗姿韩国为统计口径。

<sup>8</sup> 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。

目前，该公司盈利来源基本为投资收益，2018 年投资收益金额 3.01 亿元，同比增长 143.83%，主要包括资管业务产生的投资收益 2.17 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 0.48 亿元、理财收益 0.17 亿元及转让 L&P 股权产生投资收益 0.19 亿元。此外，公司获得政府补助 0.16 亿元，但规模有限。近年来公司资管业务对外投资规模较稳定，产生的投资收益具有一定可持续性，目前是公司利润的主要来源。

2018 年该公司利润总额及净利润分别为 2.40 亿元及 2.04 亿元，同比增长 7.00% 和 5.89%；同期营业利润率及净利润率分别为 9.00% 和 7.68%，同比下滑 0.51 个百分点和 0.52 个百分点。

### (3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将仍以时尚文化为核心，在巩固时尚女装业务行业地位的同时，借助女装业务的渠道和资源带动医疗美容及婴童业务发展，继续采用内生增长+外延并购模式拓展业务规模，寻找与公司现有客户重合度高的业务，扩大时尚产业新的业务增长点。

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 1.80 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。该项目一期工程已于 2017 年 3 月 22 日取得《建筑公司施工许可证》并启动开工建设，截至 2018 年末已完成投资 0.89 亿元，由于项目审批时间影响开工时间较晚，完工时间由 2018 年底延期至 2019 年 6 月底完工。二期工程目前尚未计划实施。

整体看，该公司为继续拓展经营制定了较为明确的发展战略，但现阶段公司主业盈利能力偏弱，利润主要来自投资收益，同时资管业务对外投资金额大，而债务多集中于短期刚性债务导致公司资产负债期限结构不匹配，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。

## 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 年末分别持有公司 49.06%、7.47% 和 4.97% 的股权。

根据该公司 2019 年 5 月 6 日公告，公司实际控制人申东日持有公司股份

1.96 亿股，占公司总股本的 49.06%，已累计质押股份数为 1.30 亿股，占其持有公司股份的比例为 66.23%，占公司总股本的比例为 32.49%。公司具体产权状况详见附录二。此外，跟踪期内公司董事、监事及高级人员未发生重大变动，公司组织结构较为稳定。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2019 年 3 月 14 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 23. 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	2019/3/14	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/4/8	正常	正常	正常	正常
诉讼	公开查询	2019/4/8	无	无	涉及 <sup>9</sup>	无
工商	公开查询	2019/4/8	无	无	无	无
质量	公开查询	2019/4/8	无	无	无	无
安全	公开查询	2019/4/8	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，该公司债务总额变化不大，4 亿元公司债发行成功一定程度改善了公司的债务结构，但即期偿债压力依然较大。2018 年公司经营性净现金流仍保持流入状态，由于资管业务收入下降及各项费用的增加，经营性现金净流入量有所萎缩，对短期债务的保障程度下降。公司持续的并购行为积累了一定的商誉规模，需关注被并购企业的经营情况及潜在的商誉减值风险。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 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。

跟踪期内，该公司合并范围新增 1 家控股子公司及 2 家控股孙公司，分

<sup>9</sup> 该公司间接控股子公司四川米兰与四川广云建设工程有限公司（以下简称“四川广云”）发生建设工程施工合同纠纷。事件缘由为四川广云曾于 2012 年 6 月与四川米兰签署合同并提供经营场所的精装修工程施工服务，就部分工程结算款，其向四川米兰出具付款委托书或与四川米兰及相关方签署指定第三方收款的补充协议，约定由四川米兰向第三方支付工程款合计 0.29 亿元，依据该委托书及补充协议，四川米兰已经全额向该等第三方支付上述工程款。目前，四川广云不认可上述付款委托书及补充协议的效力，并向成都市中级人民法院提交了民事起诉状，主张四川米兰仍应向其支付 2,895.5462 万元工程款，并应支付迟延履行违约金 0.05 亿元（合计 0.33 亿元）。该案件于 2018 年 8 月 24 日第一次开庭，目前处于一审审理过程中。

别是北京麦可利商业管理有限公司、高一生和朗姿韩亚香港，持股比分别为 45.35%、100.00% 和 72.42%。其中高一生 2018 年末资产总额 0.92 亿元，净资产 0.45 亿元，自并购日至 2018 年末的营业收入为 1.19 亿元，净利润 0.23 亿元。

**图表 24. 2018 年公司合并范围新增企业情况**

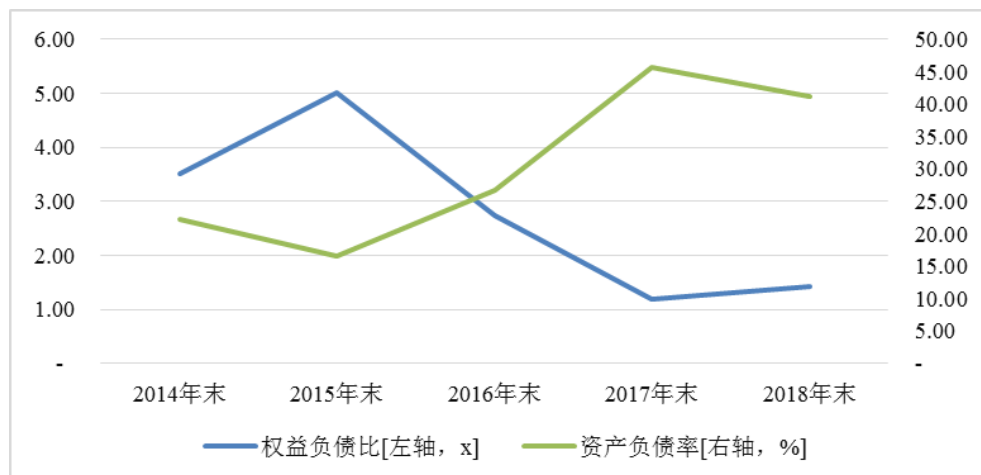
控股子公司名称	合计持股比例 (%)	业务性质	注册资本	取得方式
北京麦可利商业管理有限公司	45.35	商业管理	5,000 万元	设立
朗姿韩亚 (香港) 投资管理有限公司	72.42	投资及投资咨询	450 万美元	设立
陕西高一生医疗美容医院有限公司	100.00	医疗美容	2,500 万元	并购

资料来源：朗姿股份

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

**图表 25. 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，该公司债务规模与上年末变化不大，但 4 亿元公司债发行成功一定程度上改善了公司的债务结构。2018 年末公司债务总额 29.98 亿元，资产负债率 41.17%，长短期债务比由 2017 年末的 7.18% 提升至 2018 年末的 26.28%，但仍有较大的改善空间。

该公司所有者权益保持增长，2018 年末为 42.84 亿元，较上年末增长 13.67%，主要是股东对朗姿韩亚资管增资使得少数股东权益增加所致。权益资本分配方面，公司根据利润分配政策<sup>10</sup>，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。

<sup>10</sup> 当该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%。

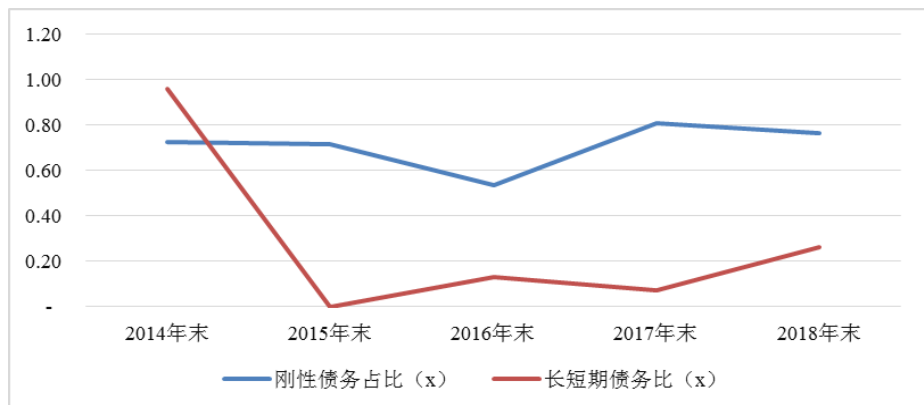
图表 26. 公司近年分红情况

核心债务	2016 年	2017 年	2018 年
现金分红数 (亿元)	0.20	0.60	1.00
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)	1.64	1.88	2.10
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(%)	12.19	31.99	47.52

资料来源：根据朗姿股份所提供数据绘制。

## (2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	4.66	3.32	6.34	25.62	22.96
应付账款 (亿元)	0.71	0.49	1.34	1.22	1.47
预收款项 (亿元)	0.37	0.28	0.72	0.77	1.69
其他应付款 (亿元)	0.36	0.31	1.75	2.03	1.76
递延所得税负债 (亿元)	-	-	0.93	0.98	0.98
刚性债务占比 (%)	72.49	71.69	53.59	80.49	76.59
应付账款占比 (%)	11.13	10.63	11.29	3.85	4.91
预收款项占比 (%)	5.73	5.94	6.07	2.42	5.65
其他应付款占比 (%)	5.64	6.77	14.76	6.39	5.88
递延所得税负债 (%)	-	-	-7.86	3.09	3.26

资料来源：根据朗姿所提供数据绘制。

债务构成方面，该公司仍以流动负债为主，2018 年末占债务总额比重的 79.19%。公司刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和递延所得税负债是公司负债的主要构成，2018 年末分别为 22.96 亿元、1.47 亿元、1.69 亿元、1.76 亿元和 0.98 亿元，合计占比超过负债总额的 95%。公司应付账款包括货款和工程款，其中货款占比达 85.71%；其他应付款主要是收取的押金、质保金和代扣代缴税金。

### (3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>1.51</b>	<b>3.32</b>	<b>5.93</b>	<b>24.56</b>	<b>17.80</b>
其中：短期借款	1.50	3.32	5.72	15.40	17.77
一年内到期非流动负债	-	-	0.20	-	-
应付短期债券	-	-	-	9.11	-
应付票据	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.01	-	0.00	0.05	0.03
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>3.14</b>	<b>-</b>	<b>0.41</b>	<b>1.07</b>	<b>5.16</b>
其中：长期借款	3.14	-	0.41	1.07	0.95
应付债券	-	-	-	-	4.20
其他中长期刚性债务	-	-	-	-	-
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>3.39%</b>	<b>3.89%</b>	<b>3.60%</b>	<b>6.23%</b>	<b>5.96%</b>

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。

2018 年末，该公司短期刚性债务为 17.80 亿元，较上年末减少 27.52%，主要是偿还了两期短期融资券本息所致（9.11 亿元）。公司刚性债务目前主要由银行借款和应付债券构成，2018 年末应付债券（18 朗姿 01）4.20 亿元，发行期限 5（3+2）年，利率 7.00%。同期末公司银行借款合计 18.72 亿元，较上年末增加 2.25 亿元；公司银行借款以短期借款为主，2018 年末短期借款 17.77 亿元，借款方式包括保证借款、抵押+担保借款和信用借款，比例分别为 63.53%、33.66%和 2.81%，其中保证借款由股东申东日、翁洁，以及融资性保函和信用证等作为担保；抵押+担保借款的抵押物为公司的房产、土地及在建工程，同时股东申东日提供连带责任担保。

图表 29. 2018 年末公司银行借款明细<sup>11</sup>（单位：亿元）

	保证借款	信用借款	抵押+保证借款	抵押借款
短期借款	11.29	0.50	5.98	-
长期借款	0.90	-	-	0.05
<b>合计</b>	<b>12.19</b>	<b>0.50</b>	<b>5.98</b>	<b>0.05</b>

资料来源：朗姿股份

2016-2018 年末，该公司债务融资成本区间为 3.60%-6.23%，其中 2016 年取得境外韩亚银行 0.51 亿美元贷款（约 3.57 亿元）及子公司西藏哗叽取得银行贷款 1.50 亿元（利率 2.35%）<sup>12</sup>。从刚性债务期限结构来看，公司刚性

<sup>11</sup> 抵押+保证借款的抵押物为该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。

<sup>12</sup> 该笔贷款系中国银行对公司在西藏扶持民族手工业给予的福利贷款，因此利息较低。



债务基本集中在一年以内，2018 年末为 17.79 亿元，短期内仍存在较大的偿债压力。

**图表 30. 2018 年末公司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	5,000.00	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	-	-	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	59,953.61	-	-	-	-
5%~6% (不含 6%)	75,962.07	9,000	-	-	-
6%~7% (不含 7%)	27,368.5	-	-	-	-
7% 及以上	<b>9,600.00</b>	-	-	-	40,000.00
<b>合计</b>	<b>177,884.18</b>	-	-	-	<b>40,000.00</b>

资料来源: 朗姿股份

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

**图表 31. 公司经营环节现金流量状况**

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期 (天)	451.15	438.83	402.56	321.05	333.96
营业收入现金率 (%)	112.69	114.96	104.06	106.03	107.96
业务现金收支净额 (亿元)	2.47	3.91	3.6	6.87	8.58
其他因素现金收支净额 (亿元)	-2.11	-2.41	-2.27	-5.57	-8.04
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.36	1.51	1.32	1.29	0.54
EBITDA (亿元)	1.91	1.41	2.47	3.46	4.88
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.41	0.35	0.51	0.22	0.20
EBITDA/全部利息支出 (倍)	101.67	6.11	16.81	5.72	2.81

资料来源: 根据朗姿股份所提供数据整理。

2018 年, 该公司营业周期为 333.96 天, 同比小幅拉长, 主要是存货规模增加所致, 同期末存货周转天数为 279 天, 较上年末增加 20 天。公司经营活动现金流主要是产品购销活动及资管业务相关的现金流。2018 年因公司资管业务收入减少, 对应销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 0.48 亿元, 而支付税费及为职工支付费用较去年同期增加 0.56 亿元, 导致合并口径经营活动产生的现金流出增加。2018 年公司经营性现金净流入量同比下滑 57.96% 至 0.54 亿元。此外, 公司因支付经营相关的销售费用、管理费用等每年均保持一定规模的其他现金支出。

该公司 2017 年发行的两只短期融资券均在 2018 年还本付息, 导致当年度利息支出规模较大, EBITDA 对全部利息支出的保障倍数有明显下滑。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 对债务的保障程度将持续处于低水平。

## (2) 投资环节

图表 32. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-3.08	-5.13	-1.86	-25.61	1.27
其中：理财产品投资回收与支付净额	3.71	4.45	-0.85	2.81	1.06
与主业有关的投资净额	-6.79	-9.58	-1.01	-28.42	0.21
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	-0.28	-0.17	-0.41	-0.77	-0.94
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.72	4.45	-0.85	2.81	1.07
投资环节产生的现金流量净额	0.35	-0.86	-3.11	-23.57	1.40

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

该公司投资活动主要是资管业务及购买保本理财产品的收支，自 2017 年开展资管业务后，公司投资活动现金流入/出均呈现较大规模。2016-2018 年，公司投资性现金净流量分别为-3.11 亿元、-23.57 亿元和 1.40 亿元，其中 2017 年净流出额较大系公司资管业务起步，对外投资项目尚未到期回收所致。

## (3) 筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	18.68
其中：现金利息支出	0.02	0.23	0.15	0.60	1.73
筹资环节产生的现金流量净额	1.64	-1.66	2.18	18.70	-1.42

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

该公司筹资方式主要是银行借款和发行债券，筹资活动主要是债务偿付与举措产生的现金流入/出。2016-2018 年，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 2.18 亿元、18.70 亿元和-1.42 亿元，其中 2018 年公司偿还到期债务较多（包括银行借款 18.39 亿元、短期融资券 9 亿元及股东申东日 2.99 亿元借款），导致筹资环节产生的现金流呈净流出。

## 4. 资产质量

图表 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.07	13.80	19.08	21.45	36.63
	69.25%	49.47%	43.14%	30.91%	50.31%
其中：货币资金（亿元）	4.55	3.62	2.91	2.06	2.58
应收款项（亿元）	1.08	0.96	3.69	3.76	3.62
存货（亿元）	5.58	4.86	6.63	7.85	9.53

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
一年内到期的非流动资产 (亿元)	0.06	0.06	0.01	-	15.86
其他流动资产 (亿元)	8.28	3.95	5.21	7.15	4.13
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	8.91	14.09	25.15	47.93	36.19
	30.75%	50.52%	56.86%	69.08%	49.69%
其中: 固定资产 (亿元)	3.57	3.47	4.83	3.99	3.95
投资性房地产 (亿元)	3.08	7.77	5.99	6.36	0.48
商誉 (亿元)	-	-	3.70	3.71	5.50
无形资产	1.43	1.37	5.44	4.18	3.82
长期股权投资 (亿元)	3.08	7.77	5.99	6.36	6.55
其他非流动资产	0.04	0.03	0.02	21.40	5.17
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	1.00	1.10	4.64	7.31	7.18
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	5.98
受限资产账面余额/总资产 (%)	3.93	3.94	10.49	10.54	9.85

资料来源: 根据朗姿股份所提供数据整理。

2018 年末该公司资产总额为 72.82 亿元, 较上年末增长 4.96%。随着资管业务投资项目逐步到期转入一年内其他非流动资产, 因此 2018 年末较上年末增长 70.80% 至 36.63 亿元, 占总资产的比重提升至 50.31%。

从流动资产构成情况看, 该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货、其他流动资产和一年内到期的非流动资产构成。2018 年末公司货币资金 2.58 亿元 (受限货币资金 0.03 亿元), 较上年末增长 24.97%, 现金比率为 10.90%, 对短期刚性债务的偿付能力仍欠佳。同期末应收账款 3.62 亿元, 主要是女装和婴童业务形成, 分别为 2.30 亿元和 1.18 亿元, 其中阿卡邦应收账款较上年末减少 1.31 亿元, 系收入下滑及暂停贸易业务所致, 而女装业务应收账款因新开门店和销售额增长有所增加; 公司已按应收账款账面余额计提坏账准备 0.48 亿元, 此外, 公司一年内到期的应收账款 3.31 亿元, 占比达 91.44%。2018 年末存货金额 9.53 亿元, 较上年末增长 21.35% (其中阿卡邦 3.04 亿元, 较上年末增长 33.58%), 主要是婴童及女装业务的库存商品, 占比达 90% 左右, 按账面余额计提跌价准备 1.25 亿元 (其中婴童计提 0.52 亿元)。公司其他流动资产主要是银行理财 (1.87 亿元) 和资管业务投资产品 (1.81 亿元), 2018 年末为 4.13 亿元, 较上年末减少 42.23%, 其中资管业务投资产品较上年末减少 2.32 亿元。一年内到期的非流动资产为即期资管业务投资产品转入, 年末金额为 15.86 亿元。

2018 年末, 该公司非流动资产 36.19 亿元, 较上年末减少 24.50%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、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。其中可供出售金额资产较年

初增长 1.81 亿元至 2.75 亿元，系朗姿韩亚资管新增权益类投资所致<sup>13</sup>。公司长期股权投资年末金额为 6.55 亿元，与上年末变化不大，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 4.78 亿元，较年初增长 11.01%，主要是存货/在建工程转入所致。2018 年末公司固定资产和无形资产分别为 3.95 亿元和 3.82 亿元，其中固定资产较上年末变化不大，主要是房屋及建筑物等；无形资产较上年末减少 8.57%，主要是转入投资性房地产 0.33 亿元。其他非流动资产 5.17 亿元，较上年末大幅减少 16.23 亿元，主要是资管业务即期产品转入一年内到期的非流动资产所致。公司商誉规模因收购高一生后明显增长，2018 年末为 5.50 亿元，较上年末增长 48.01%，需关注被并购企业业绩情况及相关减值风险。

**图表 35. 2018 年末公司商誉构成情况（万元）**

企业名称	账面余额	减值准备	账面价值
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	23,023.84	-	23,023.84
四川晶肤医学美容医院有限公司	3,056.10	-	3,056.10
西安晶肤医疗美容有限公司	2,523.16	-	2,523.16
重庆晶肤医疗美容有限公司	963.29	-	963.29
深圳米兰柏羽医疗美容门诊部有限公司	2,403.22	-	2,403.22
长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	746.38	-	746.38
株式会社阿卡邦	4,322.41	4,322.41	-
成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司	43.65	-	43.65
成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司	29.29	-	29.29
西安市新城区晶肤医疗美容有限公司	21.43	-	21.43
陕西高一生医疗美容医院有限公司	22,148.72	-	22,148.72
<b>合计</b>	<b>59,281.49</b>	<b>4,322.41</b>	<b>54,959.08</b>

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

资产受限方面，2018 年末该公司受限资产账面价值合计 7.20 亿元，包括部分货币资金、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，受限金额及用途较上年末变化不大。

**图表 36. 2018 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	29,049.67	银行抵押
韩国阿卡邦土地和建筑物受限	42,739.34	借款及租赁保证金抵押
<b>合计</b>	<b>72,039.01</b>	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

<sup>13</sup> 该公司 2018 年末新增芜湖晨恒时尚产业投资合伙企业（有限合伙）股权投资，账面余额 2.06 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 37. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	611.66	297.43	181.95	72.54	154.32
速动比率 (%)	432.05	188.72	117.24	45.44	113.15
现金比率 (%)	139.83	78.17	27.87	7.00	10.90

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2018 年末，该公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 154.32%、113.15%和 10.90%，整体流动性指标较上年末相比有所提升，主要系资管业务长期投资产品即期转入流动资产所致。

## 6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司因工程施工合同纠纷导致或有事项，目前案件仍处于一审审理状态<sup>14</sup>。

## 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 2018 年末，该公司本部资产总额 43.71 亿元，其中流动资产 14.97 亿元，非流动资产 28.74 亿元。本部流动资产以应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产为主，分别为 1.23 亿元、7.62 亿元、4.38 亿元和 1.10 亿元。其中应收账款系女装业务形成的货款，已按信用风险特征组合计提坏账准备 0.07 亿元，本部账龄在一年以内的应收账款占比超过 98%；其他应收款主要是与关联方的往来款，其中北京韩亚资管占比达 89.03%；存货主要是女装库存，较上年末增长 26.55%，主要因女装新开门店增加相应备货增多；其他流动资产主要是银行理财，较上年末减少 58.02%。

非流动资产方面，2018 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 21.63 亿元、2.36 亿元和 1.61 亿元。其中长期股权投资主要是公司对子公司朗姿韩亚资管的投资及对 L&P 化妆品公司、若羽臣科技等合营企业的股权投资；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，上述两个科目与上年末相比变化不大。

<sup>14</sup>报告期内，公司控股子公司四川米兰与四川广云建设工程有限公司（以下简称“四川广云”）发生建设工程施工合同纠纷。事件缘由为四川广云曾于 2012 年 6 月与四川米兰签署合同并提供经营场所的精装修工程施工服务，就部分工程结算款，其向四川米兰出具付款委托书或与四川米兰及相关方签署指定第三方收款的补充协议，约定由四川米兰向第三方支付工程款合计 2,895.55 万元，依据该委托书及补充协议，四川米兰已经全额向该等第三方支付上述工程款。目前，四川广云不认可上述付款委托书及补充协议的效力，并向成都市中级人民法院提交了民事起诉状，主张四川米兰仍应向其支付 2,895.55 万元工程款，并应支付迟延履行金 545 万元（合计 3,260.5462 万元）。该案件于 2018 年 8 月 24 日第一次开庭，截至本报告披露日前，处于一审审理过程中。

该公司债务主要集中在本部，截至 2018 年末本部债务总额 22.28 亿元，占合并口径的比重达 74.34%；期末本部资产负债率为 50.99%。本部流动负债 18.08 亿元，较上年末减少 24.61%，系两期短期融资券本息 9.18 亿元到期兑付所致。本部流动负债以短期借款和其他应付款为主，2018 年末金额分别为 12.45 亿元和 4.84 亿元。非流动负债方面，同期末本部新增非流动负债 4.20 亿元，为 2018 年 3 月发行的 18 朗姿 01 公司债券。

## 外部支持因素

截至 2018 年末，该公司取得各家银行借款授信额度包括 0.51 亿美元和 16.92 亿元人民币，公司已使用了全部美元授信额度和 14.90 亿元人民币额度，尚余 2.02 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 38. 来自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）	17.52	0.51	16.92	0.51	2.02	0.00	4.785%- 7.5%	1.5%+3L- 2.5%+3L	抵押/个人连带 责任担保/子公 司西藏哗叭担保	抵押/个人 连带责任 担保/子公 司西藏哗 叭担保
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（%）	2.85	-	2.85	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理（截至 2018 年 12 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 2018 年末,深圳高新投经审计的合并口径资产总额为 205.27 亿元,净资产为 117.87 亿元;2018 年深圳高新投实现营业收入 20.85 亿元;实现净利润 11.33 亿元。

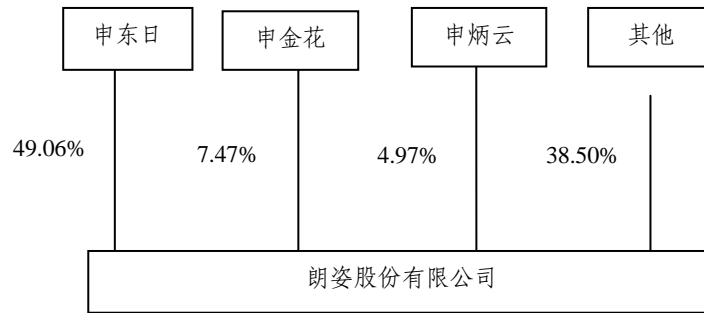
## 跟踪评级结论

跟踪期内,该公司女装业务铺设门店较多,带动销售收入增加,同时也导致存货和费用的上升;阿卡邦因国内销售渠道尚未搭建完毕,主要经营地区韩国需求下降,收入规模持续下滑,业务仍呈亏损状态,一定程度上拖累公司整体经营业绩;医美业务因并表范围扩大,业务收入增幅明显;资管业务贡献的投资收益已成为公司利润的重要来源,但对外投资产品规模大、期限长,且公司短期刚性债务压力依然较大,期限错配风险依然存在。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,该公司债务总额变化不大,4 亿元公司债发行成功一定程度改善了公司的债务结构,但即期偿债压力依然较大。2018 年公司经营性净现金流仍保持流入状态,由于资管业务收入下降及各项费用的增加,经营性现金净流入量有所萎缩,对短期债务的保障程度下降。公司持续的并购行为积累了一定的商誉规模,需关注被并购企业的经营情况及潜在的商誉减值风险。

附录一：

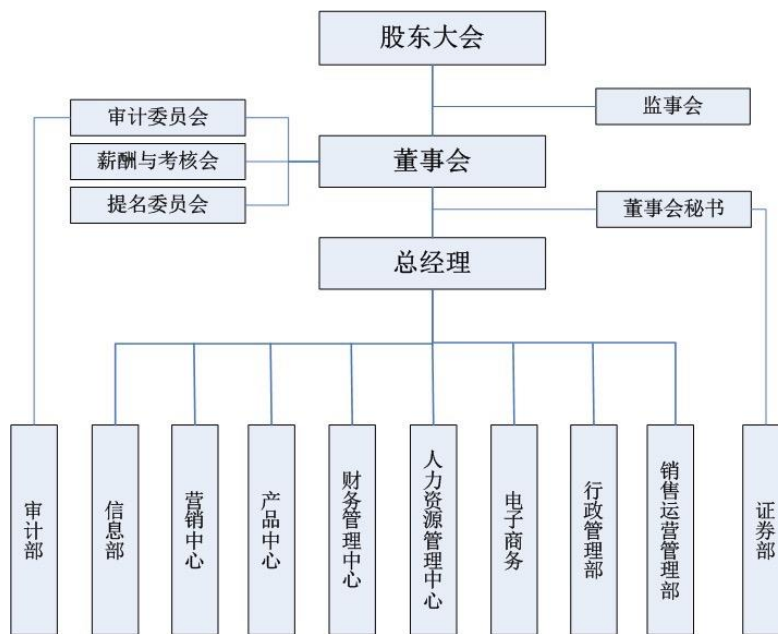
公司与实际控制人关系图



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	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
<b>朗姿股份有限公司</b>	<b>朗姿股份</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>女装</b>	<b>16.65</b>	<b>21.42</b>	<b>12.63</b>	<b>1.31</b>	<b>6.98</b>	
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	2.08	16.37	1.05	1.25	-5.90	
西藏哗叽服饰有限公司	西藏哗叽	医美子公司	100.00	女装	0.50	3.90	2.96	0.70	-0.46	
朗姿医疗管理有限公司	朗姿医疗	医美子公司	58.81	医美	-	7.19	4.80	0.56	0.44	
株式会社阿卡邦	阿卡邦	婴童子公司	26.53	婴童	-	9.03	6.80	-0.72	-0.42	
北京朗姿服饰有限公司	朗姿服饰	核心子公司	100.00	女装	-	0.22	1.19	-0.09	-0.02	
北京莱茵服装有限公司	莱茵服装	核心子公司	100.00	女装	-	-0.04	4.19	-0.59	-0.17	

注：根据朗姿股份 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	44.23	69.38	72.82
货币资金 [亿元]	2.91	2.06	2.58
刚性债务[亿元]	6.34	25.51	22.96
所有者权益 [亿元]	32.40	37.69	42.84
营业收入[亿元]	13.68	23.53	26.62
净利润 [亿元]	1.84	1.93	2.04
EBITDA[亿元]	2.47	3.46	4.88
经营性现金净流入量[亿元]	1.32	1.29	0.54
投资性现金净流入量[亿元]	-3.11	-23.57	1.40
资产负债率[%]	26.75	45.68	41.17
权益资本与刚性债务比率[%]	511.01	147.75	186.60
流动比率[%]	181.95	72.54	154.32
现金比率[%]	27.87	7.00	10.90
利息保障倍数[倍]	13.97	4.65	2.31
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	27.63	27.31	333.96
毛利率[%]	54.96	57.35	57.95
营业利润率[%]	10.28	9.51	9.00
总资产报酬率[%]	5.69	4.94	5.64
净资产收益率[%]	6.61	5.51	5.07
净资产收益率*[%]	6.85	7.30	7.71
营业收入现金率[%]	104.06	106.03	107.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.51	6.46	2.04
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.74	-102.36	6.31
EBITDA/利息支出[倍]	16.81	5.72	2.81
EBITDA/刚性债务[倍]	0.51	0.22	0.20

注：表中数据依据明姿股份经审计的2016~2018年度及未经审计的财务数据整理、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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。