

朗姿股份有限公司 2018 年公开发行公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010923】

评级对象: 朗姿股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(增级后)

评级时间: 2017 年 12 月 12 日

计划发行: 不超过 9 亿元(含)

本期发行: 不超过 9 亿元(含)

存续期限: 不超过 5 年(含)

发行目的: 用于偿还公司债务

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付

增级安排: 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

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	3.63	2.76	1.50	0.22
刚性债务	—	—	0.50	14.76
所有者权益	19.28	19.99	20.27	20.22
经营现金流净额/入量	3.57	0.17	2.49	-7.94
合并报表及指标:				
总资产	28.98	27.89	44.23	62.69
总负债	6.43	4.64	11.83	26.74
刚性债务	4.64	3.32	6.34	19.65
所有者权益	22.56	23.25	32.40	35.93
营业收入	12.35	11.44	13.68	16.45
净利润	1.21	0.74	1.84	0.99
经营现金流净额/入量	0.36	1.51	1.32	1.02
EBITDA	1.91	1.41	2.47	—
资产负债率[%]	22.17	16.63	26.75	42.65
权益资本与刚性债务比率[%]	485.77	699.27	511.26	182.93
流动比率[%]	611.66	297.43	181.95	73.24
现金比率[%]	139.83	78.17	27.87	7.12
利息保障倍数[倍]	85.45	4.34	13.97	—
净资产收益率[%]	5.28	3.25	6.61	—
经营现金流净额/入量与 负债总额比率[%]	8.37	27.27	16.08	—
非筹资性现金流净额/入量 与负债总额比率[%]	16.69	11.76	-21.74	—
EBITDA/利息支出[倍]	101.67	6.11	16.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.35	0.51	—
担保入数据(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 2014-2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理。计算。担保入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

曹飞平 jfy@shxj.com
王梓菲 wzy@shxj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63501072

上海世纪口路 398 号丰盛大厦 14F
http://www.shxj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- 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久, 其主要女装品牌在国内中高端女装行业排名靠前, 具有较高的品牌知名度和市场占有率。
- 资本补充能力良好。朗姿股份作为上市公司, 在资本市场具有一定的资本补充能力。
- 担保增信。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, 进一步提升了本次债券本息偿付的安全性。

主要风险/关注:

- 行业竞争激烈, 主业盈利能力仍偏弱。受行业竞争激烈影响, 朗姿股份女装板块收入规模持续下降, 公司期间费用居高不下, 整体盈利能力仍偏弱, 盈利较多依赖于投资收益及营业外收入。
- 投资风险。朗姿股份为分散经营风险, 现阶段涉足多个领域的产业, 但相关业务尚处于发展初期, 资金需求量大, 原计划定增取消给公司带来了一定的资金压力。同时, 公司计划成立多家合伙企业, 拟对时尚相关产业和领域的投资规模大, 需关注投资风险。
- 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合计 49.06%, 所持股份的 72.46% 已被质押, 证券市场波动可能会影响公司的股权结构稳定性。
- 即期债务偿付压力较大。朗姿股份债务结构欠性, 短期刚性债务余额较大, 公司面临一定的即期偿付压力。
- 商誉减值风险及医疗美容业务管控压力。朗姿

股份在收购医疗美容业务过程中形成一定规模的商誉，若未来被并购企业的业绩不达预期，公司将面临较大的商誉减值风险。另外，公司新进入的医疗美容业务与公司主业跨度较大，面临一定的风险管控压力。

- **存货减值风险。**朗姿股份存货规模较大，且服装行业更新速度快，公司面临较大的存货跌价风险。
- **地缘政治风险。**朗姿股份投资的婴童和化妆品业务主要在韩国进行，对外关联度较高，易受国际政治因素影响，存在地缘政治风险，化妆品业务受冲击较大，2017 年前三季度公司投资收益同比出现明显下滑。

> 未来展望

通过对朗姿股份及其发行的永续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，认为其长期偿债本息安全性极强，并给予永续债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

评级报告专用章

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《纺织服装行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

朗姿股份有限公司 2018 年公开发行公司债券

信用评级报告

一、公司概况

朗姿股份有限公司（简称“朗姿股份”、“该公司”或“公司”）前身为北京申诚信和服装有限公司，成立于 2006 年 11 月，初始注册资本 150.00 万元，自然人申东日和申金花各以现金方式出资 75 万元，出资比例各占 50%，公司法定代表人为申东日。2009 年 11 月、12 月，公司先后两次增资，股东申东日、申金花和申炳云以现金出资和股权¹出资方式对公司进行增资，并将公司更名为“北京朗姿服装实业有限公司”，注册资本增至 3,000 万元，增资后，上述三人分别持有公司股权 78.67%、11.33%和 10.00%。2010 年 7 月，公司引入新股东苏州周原九鼎投资中心（有限合伙）、天津架桥富凯股权投资基金合伙企业（有限合伙）、苏州德睿亨风创业投资有限公司和深圳市龙柏投资管理有限公司等多家战略投资者，注册资本变更为 3,095.24 万元，同年 8 月，公司股东会议通过了公司整体变更为股份有限公司的决议，以 2010 年 7 月 31 日经审计的净资产 18,104.32 万元，按 1: 0.8285 的折股比例折合为 15,000 万股，每股面值 1 元，其余部分计入资本公积。经中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）证监许可【2011】1269 号文批准，公司于 2011 年在深圳证券交易所中小板上市（股票代码 002612），公司注册资本变更为 15,000 万元。

2016 年 4 月，该公司股东大会审议通过以总股本 20,000 万股为基数，向全体股东按每 10 股派息 2 元（含税），共计派发现金红利 4,000 万元，以资本公积金每 10 股转增 10 股，公司总股本变更为 40,000 万元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本 40,000 万元，申东日、申金花和申炳云各持公司股份 49.06%、7.47%和 4.97%，为公司控股股东及实际控制人。

该公司经营范围为：生产及销售服装、日用品、鞋帽箱包、五金、婴幼儿用品、化妆品、玩具、皮革制品；货物进出口、代理进出口；承办展览展示活动等。公司目前主要从事中高端女装的设计、生产及销售，

¹ 股权系申东日和申金花持有的北京卓可服装有限公司股权（简称“卓可服装”），该公司为降低管理成本、整合公司资源，以股权收购形式收购了卓可服装及其下属子公司，经评估后的净资产为 7,201.86 万元。

拥有“朗姿”、“莱茵”、“吉高特”等多个自有和代理品牌。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司于 2017 年 9 月 7 日召开第三届董事会第十八次会议，审议通过了关于公司以公开方式发行规模不超过人民币 9 亿元（含）的公司债券的相关议案。本次公司债券发行规模不超过 9 亿元（含），期限不超过 5 年（含），由深圳高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	朗姿股份有限公司 2018 年公开发行公司债券
总发行规模:	不超过 9 亿元人民币（含）
债券发行规模:	不超过 9 亿元人民币（含）
本次债券期限:	不超过 5 年（含）
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
增级安排:	由深圳高新投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：朗姿股份

截至本报告出具日，该公司已发行尚未到期债券为 17 朗姿 CP001 和 17 朗姿 CP002，具体如下表：

图表 2. 截至本报告出具日公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	到期时间
17 朗姿 CP001	5.00	365 天	5.71	2017 年 8 月	2018 年 8 月
17 朗姿 CP002	4.00	365 天	6.80	2017 年 11 月	2018 年 11 月
合计	9.00	-	-	-	-

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）本次债券募集资金用途

该公司拟使用本次债券募集资金全部用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧

金融危机以来的货币政策。2017年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速增长态势。

2017年以来，全球经济持续复苏，各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强，德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复，通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在2017年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对GDP增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，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”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在2017年全年财政赤字率维持3%的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

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。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、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稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，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。

四、公司所处行业及区域经济环境

该公司主营中高端女装业务，纺织服装行业整体景气度、上游服装面料价格波动情况以及公司所处女装行业的竞争态势均对公司主业具有较大影响。近年来公司陆续涉足婴童产品、医疗美容领域，同时需关注

相关行业的发展情况。

1. 纺织服装行业

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 年上半年，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。

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。

我国是世界主要纺织服装产品出口国，纺织服装产品产量快速增长。根据国家统计局数据，2001-2010 年布、纱、服装产量复合增长率分别为 14.01%、16.27%和 15.54%。但 2011 年以来，国内外宏观经济下行、市场需求放缓，而我国纺织服装业在多年产能持续扩张的情况下，已积累了大量库存，在多重不利因素冲击下，我国纺织服装行业进入去产能、去库存的调整转型期，企业面临转型升级压力，小型服装企业纷纷减产甚至停产；同时，国内劳动力成本和运营成本上涨，使我国纺织服装制造竞争优势不断被削弱。2011 年以来我国纺织服装业产量增速持续放缓，2011-2015 年布、纱、服装的复合增长率分别为 3.45%、8.74%和 4.94%。

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 1-6 月，我国布、纱产量分别为 346.00 亿米和 2015.50 万吨，同比增长 4.50%和 5.10%，增长率有所回升。

图表 3. 我国纺织服装行业主要产品产量情况



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 年以来销售增速均低于社会消费品零售总额增速,但 2017 年上半年销售增速出现小幅回升。2016 年我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.00%,增速较上年下降 2.80 个百分点,低于社会消费品零售总额同比增速 3.40 个百分点。从渠道类型来看,我国服装类零售企业销售额在持续多年增速下滑后,于 2015 年出现负增长,而 2016 年下半年以来开始呈现一定的回暖迹象,2016 年全国 50 家重点大型零售企业服装商品零售额同比增长 0.2%,增速较上年增加 0.6 个百分点。此外,随着网络购物的兴起,各电商平台和垂直电商逐渐成为服装内销的重要渠道,并对传统线下销售起到一定程度的补充和替代作用,近年来服装商品线上销售呈快速增长态势,但增速逐渐放缓,2016 年我国穿类商品网上零售额同比增长 18.10%,增速较上年减少 3.30 个百分点。2017 年上半年,我国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售额同比增长 7.30%,增速较上年同期增加 0.30 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速 3.10 个百分点。同期我国穿类商品网上零售额同比增长 20.80%,增速较上年同期增加 3.90 个百分点。

图表 4. 全国限额以上单位服装鞋帽、针纺织品零售情况



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年以来我国纺织服装类产品出口额在近五年来首次出现负增长,2016年出口压力进一步加大,当年服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额分别为1,578.19亿美元和1,050.47亿美元,同比分别下降9.40%和4.10%,降幅分别较上年扩大3个百分点和1.80个百分点。2017年上半年,纺织服装行业出口有所起色,服装及衣着附件出口额为711.16亿美元,同比下降2.02%,纺织纱线、织物及制品出口额为531.2亿美元,同比增长3.1%。但目前海外需求持续低迷,低端产品订单流向低劳动力成本区域的趋势难以扭转,高端产品产能较为缺乏,行业贸易形势仍较为严峻。

自2012年以来,在宏观经济下行、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下,直至2016年纺织服装行业收入增速持续回落,但2017年上半年出现回升。2016年,纺织业主营业务收入为40,869.70亿元,同比增长3.90%,增速较上年减少1.50个百分点;纺织服装、服饰业主营业务收入为23,605.10亿元,同比增长4.60%,增速较上年减少1.00个百分点。2017年上半年纺织业主营业务收入为20,348.80亿元,同比增长9.40%,增速较上年同期增加4.90个百分点;纺织服装、服饰业主营业务收入为11,495.80亿元,同比增长8.00%,增速较上年同期增加2.10个百分点。

图表 5. 纺织服装行业主营业务收入变化情况



资料来源: Wind

纺织服装行业毛利率呈现季节性波动的特点,夏季服装毛利率通常低于冬季服装。从子行业看,处于产业链上游的纺织业成本转嫁能力相对较弱,产品附加值较低,盈利水平普遍较低。而靠近销售端的纺织服装、服饰业因成本转嫁能力更强且部分拥有品牌溢价,导致盈利水平相对更高。从近年来毛利率变动趋势上看,2013年以来纺织服装行业毛利率整体呈下降态势,纺织业在2015年因原材料价格下降,毛利率同比小幅提升0.12个百分点至11.10%,2016年随着原材料价格上升,毛利率回落至10.62%,2017年上半年进一步下降至9.52%。纺织服装、服饰业在需求低迷、竞争加剧的影响下,毛利率持续下降,2016年为13.92%,较上年下降0.46个百分点,2017年上半年进一步下降至13.41%。

在需求端承压、竞争日趋激烈和劳动力成本上升的行业环境下,我国纺织业和纺织服装、服饰业利润增速均呈下滑趋势。其中,处于上游的纺织业对原材料价格波动更为敏感,2015年原材料价格下行导致利润总额增速提升,而2016年棉花、化纤价格上涨,纺织业利润总额增速再次回落,当年利润总额为2,194.10亿元,同比增长3.50%,增速较上年下降1.60个百分点;2016年纺织服装、服饰业利润增速进一步放缓,当年利润总额为1,364.70亿元,同比增长2.40%,增速较上年下降1.60个百分点。2017年上半年,纺织业实现利润总额982.90亿元,同比增长5.10,增速较上年同期下降2.40个百分点;同期纺织服装、服饰业利润总额654.50亿元,同比增长12.00%,增速较上年同期增加0.22个百分点。

图表 6. 纺织服装行业利润总额变化情况



资料来源: Wind

整体而言,在终端需求低迷、行业竞争日趋激烈、原材料价格上涨的背景下,国内纺织服装企业持续面临较大的经营压力。2016 年国内纺织服装行业仍处于低盈利状态,且收入及利润增速持续放缓。2017 年上半年出口及内销有所回暖,行业内企业收入增速回升,但盈利情况仍未改善。

服装行业细分行业众多,其中女装市场竞争尤为激烈,市场集中度较低,且由于我国女装品牌化起步较晚,现阶段女装市场主要由外资企业把控。

我国纺织服装行业系典型的竞争性与劳动密集型产业,行业进入门槛较低,行业内企业众多,且主要为中小民营企业,行业集中度低。同时,我国纺织服装业以低附加值加工制造为主,产品同质化程度高,行业竞争异常激烈。截至 2017 年 6 月末,我国纺织企业和服装服饰生产企业数量分别达到 19,811 家和 15,470 家,较 2016 年末分别减少 390 家和 245 家。

从细分行业看,服装行业包括男装、女装、正装和运动服等多个子行业,由于行业发展所处的阶段、客户群体、消费习惯及品牌建立的基础等方面存在区别,各细分之间行业竞争状况及集中程度的差异也较大。

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）。此外，女性消费者品牌忠诚度较低，对服装偏好和需求的个性化和多变性还决定了女装更新换代更为频繁、对产品设计及款式要求更高，造成行业整体竞争加剧的局面。

除各行业细分之间面临激烈竞争外，以快时尚品牌为代表的新进入者对服装行业其他细分的冲击也较为明显。快时尚服装的优势在于能够快速反应市场流行趋势，具备较强的供应链管理能力和新品到店和橱窗陈列变化速度快；另外，与通常的品牌服装相比，快时尚品牌价格较低，容易吸引更多的消费者。目前国内市场上的快时尚品牌包括优衣库、H&M、ZARA、GAP、C&A 等，其中以优衣库、H&M、ZARA 在国内市场占有率最为显著。

近年来，随着二胎政策的开放和居民消费升级的共同推动下，我国童装行业得到快速发展，童装市场规模不断扩大。但由于我国童装行业起步较晚，行业内尚未形成完整的竞争格局，目前行业集中度较低。

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，新生婴儿数量不断增长，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。

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。

2. 医疗美容行业

医疗美容行业作为医疗服务领域的分支，在国家政策的鼓励和引导下得到了较快的发展，且随着国民消费水平提升、观念意识不断进步等因素影响，医疗美容逐渐成为居民消费热点。

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。我国民营医疗美容医院可分为以下几类，第一类为大型医疗美容服务连锁机构，代表品牌包括伊美尔(839070.OC)、美莱、华美、紫馨和医思医疗(02138.HK)等；第二类为大型医疗美容机构或综合性医院为主的医疗美容服务网络，代表品牌包括华韩整形(下属南京友谊医院是全国唯一一家获得JCI国际认证的整形外科医院，国内首家新三板挂牌的医疗美容机构)、丽都整形(834480.OC)、利美康(为贵州省唯一一家民营三级专科医院)等；第三类为中小型门诊部、诊所或小型连锁机构，代表品牌包括俏佳人、荣恩医疗、瑞澜医美等。

现阶段我国已有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 80,00 亿元，近五年年均增速接近 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可持续发展提供了良好的发展环境。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司系民营上市公司，实际控制人为申东日和申今花，股权结构较为清晰。

该公司为民营企业，于 2011 年 8 月在深圳证券交易所发行上市，截至 2017 年 9 月末，公司总股本为 4.00 亿股，申东日、申今花和申炳云分别持有公司 49.06%、7.47%和 4.97%的股权。其中申东日和申今花系兄妹关系，申炳云为申东日与申今花之父。公司控股股东及实际控制人为申东日和申今花，对公司的生产经营决策有重大影响。公司产权状况详见附录一。

根据该公司 2017 年 11 月 9 日公告，公司第一大股东申东日已质押公司股份 1.42 亿股，占其所持股份的 72.46%，股权质押所获得的资金主要用于其个人投资及资产配置，但质押比例较高，对公司股权结构稳定性产生一定不利影响。

（二）公司法人治理结构

该公司根据相关法律法规要求，不断健全法人治理机制，规范股东会、董事会、监事会和经理层的日常运作；公司关联交易规模小，对公司业务运营影响不大。

该公司根据《公司法》和《证券法》等法律法规的要求，不断完善法人治理结构，建立健全各项管理制度，促进公司规范运作。公司设有股东大会、董事会、监事会和经理层，股东大会是公司最高权力机构和最高决策机构，决定公司经营方针和投资计划；公司董事会由 5 名董事组成，其中独立董事 2 人，董事长 1 人，负责执行股东大会的决议；监事会由 3 名监事组成，其中股东代表 2 名，职工代表 1 名，负责检查公司财务情况；总理由董事会聘任，负责公司的日常经营管理工作。

近年来，该公司关联交易主要是支付关联方场地租金及关键管理人员（董监高人员）薪酬公司，关联交易金额较小。2016 年公司合计支付关联方张永强和张永久房屋租金 167.65 万元，支付人员薪酬 351.17 万元。

（三）公司管理水平

该公司根据自身发展和经营需要，不断完善内控制度，建立和健全各项管理制度，促进公司规范运作。

该公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构，公司下设审计部、信息部、营销中心、产品中心和销售运营管理部等多个部门，明确规定了各部门的职责权限，部门分工较明确，运营状况良好。公司组织架构详见附录二。

内部审计方面，该公司设立审计部，制定《内部审计制度》，保护公司资产安全和完整。审计部门配备审计人员 3 名，负责人 1 名，工作涵盖公司经营活动中与财务报告和披露信息相关的所有业务环节，包括资金管理、固定资产管理、采购及付款和销售与收款等，在审查过程中发现的内部控制缺陷，应督促相关责任部门制定整改措施和整改时间，并进行内部控制的后续审查，监督整改措施的落实情况。

财务管理方面，该公司对差旅及店面报销、发票管理和固定资产等方面制定相关规定，保证公司财产的安全与完整；对外投资方面，公司制定《对外投资管理制度》，董事会定期了解投资项目的执行进展和投资效益情况，并由总经理负责后续的日常管理，以防范投资风险，提高投资经济效益。

人力资源管理方面，该公司明确各岗位人员的录用、培训和考核的控制要求，确保给岗位委派合适的人员，同时公司全体成员都需接受基础培训和岗位培训，分别由经营管理中心和部门负责人进行考核。员工

可根据需要参加在职提高培训，培训方式包括外出进修、学习、考察和学术会议等，由经营管理中心负责记录每个员工参加培训情况，将员工的培训记录连同员工学历证明、资格证书、工作简历等相关资料存入员工档案。

质量管理和安全生产方面，该公司制定了以产品质量、环境保护和员工健康安全的管理方针，采用市场调查、预测和直接沟通等方法，掌握顾客对产品质量的要求；通过会议和宣传栏等方式，加强员工的安全健康意识。

关联交易方面，该公司制定《关联交易实施细则》，确定和关联方协议的内容，包括交易价格、交易结算方式、协议生效条件和履行期限等，规定与关联方确定交易价格时，应遵循公平、公正、公开以及等价有偿的原则。公司规范关联交易行为，保证所发生的关联交易具有合法性、公允性和合理性。

对外担保方面，该公司遵循合法、审慎、互利和安全的原则。公司对外担保须由股东大会或董事会审议通过，并对担保对象进行审查，分析担保对象的财务状况和信用情况，严格控制担保风险。

（四）公司经营状况

该公司主营中高端女装的设计、生产和销售，产品品牌具有较高的市场知名度。近年来，受行业景气度影响，公司女装业务收入持续下滑，为分散经营风险，公司实行多元化经营策略，打造“泛时尚产业互联网生态圈”，投资了包括母婴、化妆品和医疗美容等业务，一定程度上分散了公司的经营风险。考虑到公司新增产业布局尚处于发展初期，未来将面临一定的资金压力，相关产业投资能否实现预期回报亦存在不确定性。

该公司自成立以来主营中高端女装的设计、生产和销售，目前拥有 8 个女装品牌，整体品牌市场知名度较高，在我国高端女装市场中排名靠前。2014 年以来，公司为分散经营风险，实行多元化经营策略，以女性产业为基础布局“泛时尚产业互联网生态圈”战略，积极拓展包括母婴、化妆品和医疗美容方面的业务，分别投资了韩国的婴童服装株式会社阿卡邦（简称“阿卡邦”）和化妆品 L&p Cosmetic Co.,Ltd（简称“L&p”），并收购了国内的 6 家医疗整形医院。此外，公司还投资了购物平台 APP “明星衣橱”和广州若羽臣科技股份有限公司²（简称“广州若羽臣”），

² 广州若羽臣主要从事护肤品及母婴产品的电子商务营销和运营服务，为公司提供互联网销售。

依托线上销售实现各产业间的连接，为提高品牌知名度、扩大营业收入规模奠定了一定基础。

该公司婴童服装和医疗美容业务分别于 2016 年 8、9 月合并报表，化妆品业务暂未开展，故 2014-2016 年公司营业收入仍主要来自女装业务，分别为 12.35 亿元、11.44 亿元和 13.68 亿元，同期毛利率分别为 60.66%、58.99%和 54.96%。受市场女装市场竞争激烈影响，近年来公司女装业务收入持续下滑，2016 年因合并范围扩大，公司整体收入规模较上年有所增长；由于处理积压的过季商品打折活动较多，加上当年新纳入合并范围的婴童、医美业务利润空间略低于女装，使得毛利率近三年呈下滑态势。

2017 年前三季度，该公司实现营业收入 16.45 亿元，同比大幅增长 99.07%，主要原因是上年第三季度以来合并范围增加所致，其中女装和婴童板块占营业收入的比重分别为 45.47%和 39.85%，婴童业务收入占比进一步扩大；同期公司毛利率为 54.14%，同比下滑 1.65 个百分点。

图表 7. 公司 2014 年以来营业收入构成³ (单位：万元，%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	123,543.67	100.00	114,425.28	100.00	136,773.83	100.00	162,564.53	100.00
上衣	32,027.12	25.92	28,236.33	24.68	21,304.50	15.58	19,668.31	12.10
裤子	6,425.61	5.20	5,438.44	4.75	6,026.78	4.41	6,786.91	4.17
裙子	46,309.05	37.48	40,944.81	35.78	35,560.59	26.00	30,064.45	18.49
外套	37,149.23	30.07	37,113.95	32.44	33,031.99	24.15	17,392.66	10.70
婴童服装	--	--	--	--	19,405.63	14.19	46,880.01	28.84
婴童用品	--	--	--	--	9,996.84	7.31	17,906.80	11.02
手术类医疗美容	--	--	--	--	2,616.19	1.91	11,609.10	7.14
非手术类医疗美容	--	--	--	--	5,936.29	4.34	6,688.57	4.11
其他	1,632.67	1.32	2,691.74	2.35	2,895.01	2.12	5,567.72	3.42
营业毛利	74,925.19	100.00	67,371.51	100.00	75,170.15	100.00	88,007.96	100.00
上衣	20,061.79	26.78	17,116.86	25.41	11,856.04	15.77	11,557.18	13.13
裤子	4,061.63	5.42	3,257.63	4.84	3,683.85	4.90	4,311.32	4.90
裙子	29,809.14	39.79	25,668.30	38.10	22,060.32	29.35	18,510.64	21.03
外套	20,350.35	27.16	20,917.42	31.05	18,142.76	24.14	9,796.24	11.13
婴童服装	--	--	--	--	8,274.04	11.01	21,069.14	23.94
婴童用品	--	--	--	--	5,657.43	7.53	8,126.80	9.23
手术类医疗美容	--	--	--	--	1,443.12	1.92	5,746.45	6.53

店铺运营、客户服务及仓储配送等。2017 年 8 月 16 日若羽臣向证监会提交了首次公开发行股票并在创业板上市的申请，并于 8 月 23 日取得受理通知书。目前公司持有若羽臣 18% 的股份，若上市成功，将有利于拓展融资渠道。

³ 2017 年 1-9 月该公司婴童用品出口量明显减少，导致当期毛利率较低。

非手术类医疗美容	--	--	--	--	3,369.05	4.48	4,258.26	4.84
其他	--	--	--	--	683.54	0.91	4,631.94	5.26
综合毛利率	60.65	58.98	54.96	54.14				
上衣	62.64	60.62	55.65	58.76				
裤子	63.21	59.90	61.12	63.52				
裙子	64.37	62.69	62.04	61.57				
外套	54.78	56.36	54.92	56.3				
婴童服装	--	--	42.64	44.94				
婴童用品	--	--	56.59	45.38				
手术类医疗美容	--	--	55.16	49.50				
非手术类医疗美容	--	--	56.75	63.66				
其他	39.34	15.28	27.98	83.19				

注：根据朗姿股份提供的数据绘制

1. 中高端女装业务

该公司目前拥有 8 个中高端女装品牌，其中 4 个自主品牌包括朗姿、莱茵、玛丽和娅雅朗姿，4 个代理品牌包括卓可、吉高特、FABIANA FILIPPI 和朵儿。自主品牌中，朗姿是公司的主打品牌，消费群体群定位在 30-50 岁的成熟女性，市场定价 2,000 元/件左右。代理品牌中，除 FABIANA FILIPPI 为意大利轻奢品牌外，其余均为韩国高端少女品牌。由于代理品牌多为进口成衣，其售价在 5,000-8,000 元/件左右，价格要高于在国内设计生产的自主品牌。从各品牌收入情况来看，近年来朗姿单一品牌收入占女装收入的比重保持在 60% 左右，莱茵占比约 20%，以上两个自营品牌业绩贡献较大。

由于行业环境不佳，该公司近年来除个别代理品牌收入及毛利率小幅增长外，其余品牌整体均有不同程度下降，女装业务收入逐年降低，2014-2016 年分别为 12.35 亿元、11.43 亿元和 9.77 亿元，自营品牌收入占比分别为 86.21%、86.09% 和 86.10%。2017 年前三季度，得益于服装行业整体回暖的趋势，公司女装业务收入为 7.49 亿元，同比增长 7.99%。

图表 8. 公司女装品牌收入及毛利率情况⁴（单位：万元、%）

品牌		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
自有品牌	朗姿	76,518.15	61.80	69,724.19	60.12	58,976.65	61.34	48,807.22	62.15
	莱茵	21,945.54	60.90	21,775.34	59.68	20,697.30	58.21	15,482.87	58.71
	玛丽	8,007.54	50.40	6,874.05	50.31	4,458.88	26.21	6,880.66	27.23
代理	FABIANA	75.60	65.20	754.88	62.13	1,091.10	52.30	1,608.64	51.16

⁴ 娅雅朗姿系朗姿的子品牌，其营业收入体现在朗姿品牌中。另外，玛丽因品牌定位调整，2016 年以来收入及毛利率均受到较大影响。

品牌	FILIPPPI								
	朵儿	--	--	41.68	60.94	369.72	63.78	1,082.65	59.00
	卓可	15,859.88	59.30	13,683.82	54.69	10,543.00	50.69	821.00	52.28
	吉高特	1,097.8	66.10	1,415.46	70.34	1,575.37	50.82	251.13	40.68
合计		123,504.51	--	114,269.42	--	97,712.02	--	74,934.17	--

注：根据朗姿股份提供的数据绘制

1) 生产

该公司企划部通过判断流行趋势及客户的反馈信息，确定公司下一季度商品的主题、色彩和元素等总体规划，并制定具体的生产、采购计划。生产方面，公司在综合考虑自有设备产能、所需原材料及服装工艺复杂程度等因素后，可选择自制生产、委托加工或定制生产三种模式，整体周期一般为 15-45 天，2016 年三种生产模式占比约为 16%、30%和 54%。其中自制生产均在公司自有服装加工厂进行；委托加工则由其他工厂代加工，公司验收后支付其相应费用；定制生产多为特种类商品（包括皮革和羽绒服等），主要方式是公司直接从供应商提供的图纸及设计样板中买断款式进行贴牌销售。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，公司原拥有 2 个自有服装加工厂，合计产能 40 万件/年，随着公司对产品结构的调整和对生产线的精简，2015 年公司产能规模减至 14 万件/年。2014-2016 年公司自有工厂共计生产服装分别为 32.92、13.86 和 13.79 万件，产能利用率分别为 82.30%、99%和 98.50%。

生产质量方面，为维护品牌形象和保证客户满意度，该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。

该公司在建项目主要为北京生产基地改扩建项目，计划总投资金额 7.04 亿元，公司为建设主体，分为两期建设。其中一期工程为物流中心，建设目的主要为节省成本、提高物流管理效率，预计投资金额 5-6 亿元，计划完工时间为 2017 年底；二期工程计划恢复公司年产能 10-15 万件/套左右，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。目前，公司已获得国有建设用地使用权证和施工许可证等，项目处于在建阶段。此外，公司设计展示中心建设项目及营销网络建设项目均已完工，投资金额分别为 0.69 亿元和 2.51 亿元。

图表 9. 截至 2017 年 9 月末公司在建项目投融资安排 (单位: 万元)

项目名称	预计总投资	截至 2017 年 9 月 末已投资金额	未来投资计划		
			2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年
北京生产基地改扩建	70,362.00	11,900.00	15,000.00	20,000.00	23,500.00
合计	70,362.00	11,900.00	15,000.00	20,000.00	23,500.00

资料来源: 朗姿股份

2) 采购

该公司采购的产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。2016 年公司通过选用部分国产面辅料替代进口来节约产品成本, 故当年进口面辅料采购量大幅减少。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 10. 公司 2014 年以来面辅料采购量及单价情况 (单位: 米)

原料类别		2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
		采购量	平均单价	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	610,758.91	95.06 元/米	606,640.56	84.19 元/米	377,130.74	92.42 元/米	269,977.00	84.92 元/米
	国产	519,936.65	91.05 元/米	390,064.22	95.67 元/米	483,301.47	119.23 元/米	447,423.38	112.24 元/米

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, 2016 年前五大供应商合计采购金额 0.60 亿元, 占采购总额的 12.27%, 同比减少 3.88 个百分点, 采购集中度较低。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; 公司与国产面料的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。

图表 11. 2016 年公司前五大供应商采购金额及占比情况

排序	单位名称	金额 (万元)	占采购总额比重 (%)
1	DAEHYUN CO.,LTD	2,449.15	4.97
2	华斯控股股份有限公司	980.96	1.99
3	流定大阪商厦 (上海) 有限公司	933.34	1.89

序号	单位名称	金额(万元)	占采购总额比重(%)
4	三京永同(北京)服装有限公司	855.76	1.74
5	北京迎泽国际服装服饰有限公司	829.66	1.68
合计	—	6,048.86	12.27

资料来源：明姿股份

3) 销售

该公司产品定位为高端女装，市场容量相对较小，且近几年受宏观经济下行及市场竞争加剧等因素的持续影响，高端女装行业销售疲软。公司为避免产品积压，减少库存压力，逐步采取小批量、多款式的生产方式，但同时也造成了公司采购原材料时议价能力有所减弱。此外，由于产品所需 15-45 天的生产周期，部分热销款式追加订单到货较慢，导致公司销售受到一定影响。

该公司主要通过实体店、奥特莱斯与工厂店以及电商平台进行销售，2016 年销售占比约为 80.00%、15.00%和 5.00%，其中奥特莱斯与工厂店专门销售明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。目前公司以自营模式为主，其销售额在公司销售总额中的占比不断扩大，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月占比分别为 71.42%、75.61%、78.36%和 75.24%。公司的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趋激烈，公司自营店铺逐渐缩减，收入呈现下滑。2014-2016 年末公司自营店铺数量分别为 320 家、317 家和 294 家。此外，经销店铺也面临较大的经营压力，尤其是规模较小的经销店铺收入严重下滑，店铺数量大幅减少，从 2014 年末的 266 家降至 2016 年末的 151 家。2017 年以来，服装行业景气度逐渐好转，公司新开店数量回升，截至 2017 年 9 月末自营店数量 299 家，经销店 140 家。

结算周期方面，该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，收到货款后才给予发货；公司与唯品会结算的周期较长，一般为 2-3 个月。

4) 研发

该公司自成立以来坚持产品的自主设计和创新，截至 2016 年末拥有研发人员 299 人，共获得 2 项国家发明专利、28 项软件著作权、12 项外观设计专利及 7 项实用新型专利，2014-2016 年研发支出分别为 0.60 亿元、0.64 亿元和 0.65 亿元。公司在北京和韩国首尔分别设立研发设计中心，覆盖了服装的基础研发、设计、生产和销售，拥有较为完整的产业链。同时，公司还与北京服装学院开展科研项目，包括可降解纤维及其制品产业化研究、LYOCELL 纤维及制品产业化研究、大豆蛋白系列纤维及产品技术开发技术研究等多个项目。

2. 婴童服装及用品

2014 年以来，该公司根据自身发展需求，开始向母婴市场延伸产业链，出资 3.08 亿元投资了韩国第一大婴幼儿服装及用品品牌阿卡邦⁵，成为其第一大股东，持有 26.53% 的股份。阿卡邦进入中国市场较早，但由于韩国管理层对中国的销售渠道缺乏了解，导致产品销售情况不佳。2014 年公司收购阿卡邦当年亏损 0.40 亿元，随后公司对阿卡邦产品结构、供应链及内部管理进行梳理、优化。2016 年阿卡邦纳入合并范围后，其在 2016 年第四季度实现营业收入 2.99 亿元，净利润 0.21 亿元。

现阶段阿卡邦由于生产渠道暂缺，终端仍主要集中在韩国本土，国内销售渠道尚在铺设。截至 2017 年 9 月末阿卡邦合计拥有店铺 942 家，其中自营店 629 家，经销店 313 家，与年初相比变化不大。2017 年 1-9 月，阿卡邦营业收入为 6.61 亿元，净利润-0.20 亿元。未来 2 年，公司计划在国内开设 150 家旗舰店和绩效店，预计投资总额为 2.31 亿元。经公司测算，阿卡邦税后内部收益率为 22.50%，税后动态投资回收期为 7.47 年。

3. 医疗美容

为涉足医美市场，该公司于 2016 年 4 月收购了韩国医疗美容服务集团 Dream Medical Group Co.,Ltd（简称“DMG 集团”）30% 的股权，计划借助其先进的医疗团队和技术经验，为国内开展医美业务打下良好基础。

2016 年 6 月，该公司出资 3.27 亿元收购了米兰柏羽和晶肤医美 2 个

⁵ 阿卡邦成立于 1979 年，为韩国 KOSDAQ 上市企业，主要经营母婴服装及用品，旗下拥有 agabang、Putto、design skin 等 10 余个品牌。在韩国本土拥有较高的知名度。截至 2016 年末，阿卡邦资产总额 13.18 亿元，净资产 9.69 亿元，2016 年实现营业收入 2.99 亿元，净利润 0.21 亿元。

品牌共 6 家医疗美容医院⁶，2016 年六家医院实现营业收入 2.32 亿元，净利润 0.29 亿元，经营业绩符合预期。目前米兰柏羽在四川和深圳各有 1 家，晶肤医美在西安、四川、长沙和重庆各 1 家。其中米兰柏羽定位为高端综合性医疗整形医院，经营面积为 10,000 平方米左右，提供美容外科、美容皮肤科和美容牙科等服务，因其品牌形象良好，积累了一定的客户资源，在当地拥有较强的区域竞争优势；晶肤医美主要提供激光美容和微整形服务，旗下医疗机构以诊所、门诊为主，经营面积在 1,000 平方米左右。相比于综合性的医美机构，美容诊所在装修和设备等方面的投入压力较小，可通过快速复制的形式进行扩张。未来 2 年内，公司计划新开设 3 家医疗美容医院和 30 家美容诊所，预计投资金额 8.53 亿元，主要为装修、医疗设备及医疗人员的投入。经公司测算，医美业务税后内部收益率为 17.96%，税后动态投资回收期为 7.81 年。

此外，为加快业务发展，该公司于 2016 年 10 月成立全资子公司朗姿医疗管理有限公司（简称“朗姿医疗”）作为独立的运营平台，注册资本 5 亿元，便于为医美业务提供资金支持和网络建设运营。客户推广方面，公司通过在自有品牌女装店铺中宣传旗下医美品牌，对 VIP 客户提供免费皮肤测试、体验券和福利卡等，将女装客户逐步向医美业务引流。

整体来看，该公司主业与医疗美容行业跨度较大，医疗美容行业对整形美容设备、医疗专业人员的要求较高，公司在前期管理、药品采购、医师人员资质审核管理方面均制定了较严格的制度。尽管现阶段几家医疗美容医院经营情况良好，仍不排除未来医疗事故、纠纷等突发事件会对公司业务运营及品牌造成负面影响，公司将持续面临质量管控压力。

4. 化妆品

化妆品行业是该公司构建“泛时尚产业互联生态圈”的主要产业之一。2015 年 12 月，公司授权全资子公司朗姿时尚（香港）有限公司收购 L&P 10% 的股权，成为其第四大股东。L&P 是韩国知名化妆品公司之一，主要研发、生产和销售各类护肤品，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Labocare”等。截至 2016 年末 L&P 资产总额 14.47 亿元，净资产 11.78 亿元，2016 年实现营业收入 23.08 亿元，净利润 5.94 亿元，主打产品 Mediheal 面膜在亚洲地区销售量近 7 亿张，排名靠前。同年为公司贡献投资收益 0.59 亿元；2017 年 1-9 月，L&P 贡献投资收益 0.18 亿元，低于上年同期的 0.44 亿元。由于 L&P 面膜销量较多依赖免税店客流量，2017

⁶公司收购的 6 家整形医院均未发生过事故、纠纷和诉讼等情况，其原股东承诺在 2016-2018 年为公司实现净利润 0.25 亿元、0.30 亿元和 0.36 亿元。

年上半年以来受中韩政治关系影响，赴韩游客大幅减少导致其经营效益受到较大影响。同时，公司原计划与 L&p 驻上海代表在上海注册合资公司开展妆品业务事宜目前已暂停⁷。

5. 其他投资项目

该公司积极推进“泛时尚产业互联生态圈”战略，实现女装、婴童、化妆品和医美产业的连接。2016 年 6 月，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⁸。同时，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、转让基金份额和基金清算四种方式。目前晨晖朗姿基金已完成工商注册，正处于资金募集阶段，公司已累计出资 4,500 万元。

2016 年 5 月，该公司成立控股子公司北京朗姿资产管理有限公司（简称“朗姿资管”），注册资本 1 亿元，持股比例为 100%，主要经营资产管理和项目投资等。同年 9 月，株式会社韩亚银行和公司分别对朗姿资管进行 2.50 亿元和 6.50 亿元的增资，增资后持股比例分别 25% 和 65%，朗姿资管注册资本增至 10 亿元，并更名为北京朗姿韩亚资产管理有限公司（简称“朗姿韩亚资管”）。朗姿韩亚资管开展的投资业务主要是投向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）⁹和芜湖凯创时尚产业投资合伙企业（有限合伙）¹⁰。2017 年 1-9 月，朗姿韩亚资管实现合伙企业投资收益 0.18 亿元。

2017 年 9 月 27 日，该公司下属孙公司山南元嘉实业发展有限公司

⁷ L&p 原计划 2017 年 6 月在韩国上市，但受韩国内部因素影响计划推迟，预计于 2018 年上市。

⁸ 晨晖朗姿基金目前已投资 4 个项目，其中医疗美容医院投资约 1.3 亿元，其余 3 个项目合计约 0.6 亿元，暂未实现投资收益。

⁹ 2017 年 7 月 4 日，山南晨鼎、芜湖恒晖与北京唐古拉投资管理有限公司（简称“唐古拉资管”）共同签署了设立芜湖晨恒时尚产业投资合伙企业（有限合伙）的协议，拟分别出资 15 亿元、100 万元和 12 亿元，对时尚相关产业和领域进行投资。其中山南晨鼎与唐古拉资管均为有限合伙人，芜湖恒晖为普通合伙人。

¹⁰ 2017 年 8 月 15 日，山南晨鼎、芜湖恒晖与和泓控股集团有限公司（简称“和泓控股”）共同签署设立芜湖凯创时尚产业投资合伙企业（有限合伙）的协议，拟分别出资 12 亿元、100 万元和 12 亿元对时尚相关产业和领域进行投资。其中山南晨鼎与和泓控股均为有限合伙人，芜湖恒晖为普通合伙人。

(简称“山南元嘉”)与芜湖晨鼎二号投资管理合伙企业(有限合伙)(简称“芜湖晨鼎二号”)签署协议,拟共同设立芜湖恒晟投资管理企业(有限合伙),其中山南元嘉出资 550 万元,为普通合伙人;芜湖晨鼎二号出资 450 万元,为有限合伙人;2017 年 11 月,山南晨鼎、芜湖恒晖和河南雅豪商业管理有限公司(简称“河南雅豪”)共同签署了设立芜湖永建时尚产业投资合伙企业(有限合伙)的协议,拟分别出资 12 亿元、100 万元、12 亿元,对时尚相关产业和领域进行投资,其中山南晨鼎与河南雅豪均为有限合伙人,芜湖恒晖为普通合伙人公司成立的四家合伙企业将分别投资医疗美容、女装和童装等与公司主业相关的产业和领域,以持续推进和巩固公司“泛时尚产业互联网生态圈”战略,提升公司的综合竞争力。

整体看,随着该公司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;目前公司已认缴合伙企业资本金约 18 亿元,金额较大,考虑到对外投资回报期限较长,且投资回报存在不确定性,需关注公司实际控制人的经营战略,以及公司是否会因产业布局的分散而使其原有的品牌及竞争优势受到削弱。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,根据公司 2017 年 9 月 28 日公告,公司已终止非公开发行计划,需关注后续相关板块的投资进度及融资方式对公司债务结构可能造成的影响¹¹。此外,公司婴童服装、化妆品板块业务现阶段仍依托于韩国市场开展,医美业务也有部分技术从韩国引进,公司业务对外关联度较高,需关注地缘政治关系对公司业务运营可能造成的影响。

(五) 公司财务质量

立信会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司 2014-2016 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 2017 年前三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 2016 年末,该公司经审计的合并口径资产总额为 44.23 亿元,所有者权益为 32.40 亿元(归属于母公司的所有者权益为 24.64 亿元);2016 年度实现营业收入 13.68 亿元,实现净利润 1.84 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 1.64 亿元),经营环节资金净流入 1.32 亿元。

截至 2017 年 9 月末,该公司未经审计合并口径总资产为 62.69 亿元,

¹¹ 该公司原计划非公开发行募集资金不超过 7.46 亿元,其中 1.15 亿元投资婴童业务,6.31 亿元投资医疗美容业务。

所有者权益为 35.95 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 25.65 亿元); 2017 年 1-9 月实现营业收入 16.45 亿元, 实现净利润 0.99 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 1.02 亿元); 经营性现金流净额为 1.02 亿元。

2016 年, 该公司合并范围新增 9 家子公司, 分别为北京朗姿韩亚资产管理有限公司(简称“北京朗姿”)、阿卡邦(中国)日用品有限公司(简称“阿卡邦中国”)、阿卡邦(中国)日用品有限公司和六家医美公司。其中北京朗姿为公司 2016 年 10 月在北京设立的控股子公司, 公司持有其 75% 的股权; 阿卡邦中国为公司 2016 年 11 月在天津自贸区设立的中外合资企业, 公司持有其 51% 的股权, 子公司阿卡邦持有 39% 的股权。截至 2017 年 9 月末公司合并范围内子公司增至 22 家。

六、公司财务分析

(一) 公司盈利能力

受女装业务收入下滑和合并范围扩大影响, 近年来该公司营业收入和毛利呈现波动, 且收入结构变化使得公司毛利率小幅下滑。2016 年公司经营效益主要依赖于投资收益和政府补助, 主业盈利能力较弱, 需关注非经常性损益对公司盈利的影响。

女装销售是该公司营业收入的主要来源, 近年来公司女装业务收入逐年下滑, 而阿卡邦和医美公司分别在 2016 年 8、9 月合并报表, 带动了当年公司营业收入的上升。2014-2016 年及 2017 年 1-9 月公司营业收入及营业毛利呈波动态势, 营业收入分别为 12.35 亿元、11.44 亿元、13.68 亿元和 16.45 亿元, 营业毛利分别为 0.85 亿元、0.26 亿元、0.54 亿元和 0.32 亿元。由于收入结构发生变化, 婴童业务毛利率相对较低, 公司毛利率小幅下滑, 同期分别为 60.65%、58.98%、54.96%和 54.20%。

2014-2016 年, 该公司期间费用分别为 5.94 亿元、6.25 亿元和 6.94 亿元, 主要由销售费用和管理费用构成, 近年来两项合计金额占期间费用总额的 95% 以上, 同期期间费用率分别为 48.04%、54.62%和 50.77%。2017 年 1-9 月, 公司期间费用 8.25 亿元, 同比增长 82.92%, 期间费用率为 50.15%, 同比减少 4.45 个百分点。总体看, 公司期间费用整体偏高, 费用控制情况有待加强。

除营业毛利外, 该公司盈利还包括投资净收益和营业外收入。

2014-2016 年及 2017 年 1-9 月，公司投资净收益分别为 0.56 亿元、0.46 亿元、0.84 亿元和 0.63 亿元，其中 2016 年同比大幅增长 81.62% 系 L&P 和若羽臣的投资收益（0.65 亿元）增加所致，其余为理财收益（0.19 亿元），为公司提供了一定的盈利补充，2017 年以来因免税店游客减少 L&P 经营效益收到一定负面影响，公司投资净收益缺乏稳定性；营业外收入主要为政府补助，包括民族手工业扶持资金、优秀企业奖金和驰名商标奖励等，2014-2016 年分别为 0.18 亿元、0.08 亿元和 0.53 亿元，其中 2016 年金额较大系取得民族手工业扶持基金 0.48 亿元。公司政府补助金额受当地财政政策影响呈现波动。

图表 12. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年前三季度
营业毛利	0.85	0.26	0.57	0.32
投资净收益	0.56	0.46	0.84	0.63
营业外净收入	0.17	0.05	0.50	0.06
合计	1.58	0.77	1.91	1.01

资料来源：根据胡姿股份所提供数据整理、绘制。

2014-2016 年及 2017 年 1-9 月，该公司营业利润分别为 1.41 亿元、0.73 亿元、1.41 亿元和 0.95 亿元，同期净利润分别为 1.21 亿元、0.74 亿元、1.84 亿元和 0.99 亿元。受利润波动影响，公司总资产报酬率和净资产收益率近年来均呈现波动，其中 2016 年分别为 5.69% 和 6.61%，处于一般水平。总体看，公司整体经营效益一般，盈利对投资收益及政府补助依赖程度高，需关注非经常性损益对公司盈利的影响。

（二）公司偿债能力

近年来，随着该公司不断推进各产业布局，资金需求有所增长，债务规模持续扩大，但目前负债经营程度仍不高。公司经营性现金流持续为正，但因不断增加对外投资，2017 年 1-9 月公司投资活动现金流表现为大额净流出，预计后续将面临较大的投资压力。

1. 债务分析

2014-2016 年末及 2017 年 9 月末该公司负债总额分别为 6.43 亿元、4.64 亿元、11.83 亿元和 26.74 亿元。随合并范围扩大及融资需求增加，2016 年以来公司负债规模明显增长，2014-2016 年末及 2017 年 9 月末资产负债率分别为 22.17%、16.63%、26.75% 和 42.65%。

图表 13. 公司 2014 年末以来财务杠杆水平变化趋势（单位：万元）

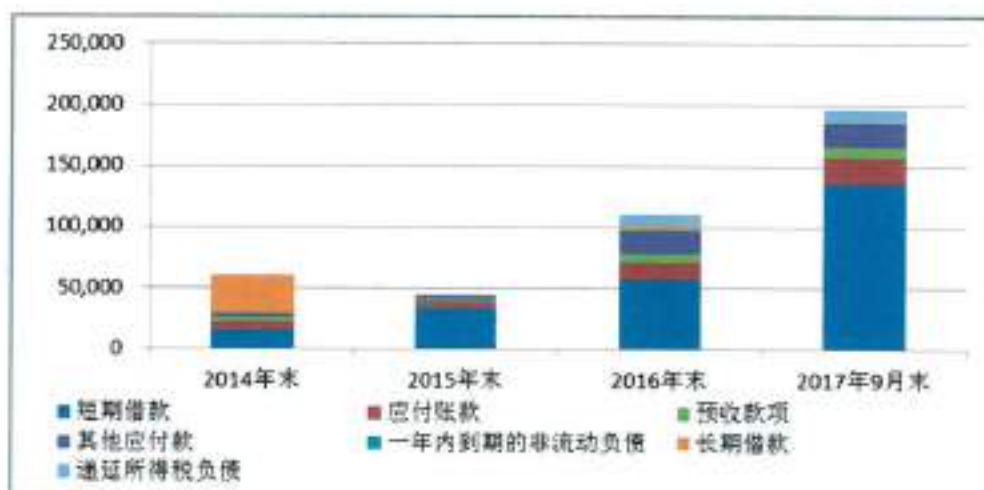


资料来源：根据朗姿股份所提供资料整理、绘制。

从负债结构来看，该公司以流动负债为主，2016 年末长短期债务比为 12.82%，债务结构有待改善。公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和递延所得税负债组成，金额分别为 6.34 亿元、1.34 亿元、0.72 亿元、1.75 亿元和 0.93 亿元，合计金额占负债总额比重的 93.55%。其中刚性债务均为银行借款，且以短期借款为主，利率 4.35%，金额为 5.72 亿元，较上年末增长 72.18%，借款方式包括抵、质押保证借款及信用借款等¹²；由于合并范围扩大，公司应付账款和预收款项分别较上年末大幅增长 170.85%和 160.75%，其中应付账款为货款和工程款，货款占比为 88.67%；其他应付款主要是收取的各种押金，合并范围扩大导致押金金额大幅增长，其他应付款较上年末增长 1.43 亿元。2017 年 9 月末，公司短期借款、应付账款、其他流动负债和长期借款分别为 13.57 亿元、2.11 亿元、5.65 亿元和 1.06 亿元，分别较年初增长 137.10%、58.08%、5.23 亿元和 0.64 亿元，其中银行借款增加主要是公司业务发展经营所需；其他流动负债较年初增长较多系公司 2017 年 8 月新增发行短期融资券所致（17 朗姿 CP001，发行利率 5.71%，发行规模 5 亿元）。

¹² 该公司短期借款抵、质押物包括房产、理财及应收账款。

图表 14. 公司 2014 年末以来负债构成情况（单位：万元）



资料来源：根据胡姿股份所提供资料整理、绘制。

2014-2016 年及 2017 年 9 月末，该公司短期刚性债务金额分别为 1.50 亿元、3.32 亿元、5.92 亿元和 19.65 亿元。2016 年以来，由于营运资金需求增加及合并范围扩大影响，公司短期刚性债务规模不断增加，即期偿付压力有所增大。2014-2016 年及 2017 年 9 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 305.89%、109.05%、49.33%和 9.47%，面临较大的即期偿债压力。

截至 2017 年 9 月末，该公司无对外担保。

公司过往债务履约情况

根据该公司 2017 年 11 月 1 日的《企业信用报告》显示，公司无不良贷款记录。

2. 现金流分析

该公司经营获现状况良好，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月，公司营业收入现金率分别为 112.69%、114.96%、104.06%和 104.50%，同期经营活动产生的现金流量净额分别为 0.36 亿元、1.51 亿元、1.32 亿元和 1.02 亿元，近年来持续为净流入。公司投资活动主要为银行理财产品的收益和支付，2014-2016 年及 2017 年 1-9 月投资活动产生的现金流量净额分别为 0.35 亿元、-0.86 亿元、-3.11 亿元和 -17.70 亿元，其中 2017 年 1-9 月，净流出额较大系公司对外投资增加所致。随着公司进一步发展女装、婴童及医疗美容等产业，未来或将面临一定的投资压力。

该公司非筹资环节资金缺口主要通过银行借款方式弥补。2014-2016 年及 2017 年 1-9 月筹资活动产生的现金流量净额分别为 1.64 亿元、-1.66 亿元、2.18 亿元和 15.59 亿元，其中 2017 年 1-9 月金额较

大系合并范围增大及资金需求增加所致。此外，由于公司多项业务需要扩充门店数量，预计未来仍有较大的融资需求。

图表 15. 公司 2014 年以来现金流变化情况（单位：万元）



资料来源：根据明姿股份所提供资料整理、绘制。

3. 资产质量分析

近年来，该公司所有者权益保持逐年增长，2014-2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 22.56 亿元、23.25 亿元、32.40 亿元和 35.95 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。其中 2016 年末，公司所有者权益增幅较大系新合并 9 家子公司使得少数股东权益增加所致。

图表 16. 公司所有者权益变化情况（单位：亿元）

所有者权益构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
实收资本	2.00	2.00	4.00	4.00
资本公积	16.52	16.52	14.54	14.72
未分配利润	3.48	4.15	5.34	6.16
少数股东权益	--	--	7.76	10.35
其他	0.56	0.58	0.76	0.76
所有者权益合计	22.56	23.25	32.40	35.95

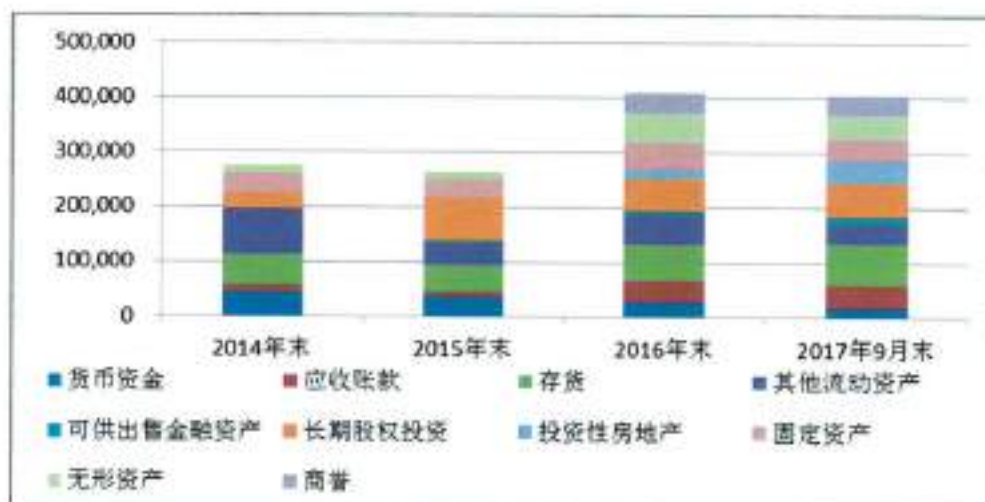
资料来源：根据明姿股份所提供资料整理。

近年来，该公司资产总额有所波动，但总体呈上升趋势，2014-2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 28.98 亿元、27.89 亿元、44.23 亿元和 62.69 亿元。公司资产原以流动资产为主，随着对外投资的不断增长，2016 年末流动资产占资产总额的比重降至 43.14%。2014-2016 年末，公司流动比率分别为 611.66%、297.43%和 181.95%，速动比率分别为 432.05%、188.72%和 117.24%，逐年下滑明显。未来随着公司新增版块产业布局的推进，公司长期资产占比预计将会进一步增加，需关

注相关资产变现能力对公司偿债能力的影响。

从资产构成看，2016 年末该公司流动资产金额为 19.08 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，其中货币资金 2.91 亿元（无受限货币资金），较上年末减少 19.44%，系利用闲置资金购买理财产品所致；由于合并范围扩大，公司应收账款较上年末大幅增加 2.72 亿元至 3.69 亿元，其中一年内应收账款占比为 84.29%，按账面余额计提坏账准备 0.08 亿元，近三年应收账款周转速度分别为 11.04 次、11.18 次和 5.87 次，其中 2016 年大幅下滑主要因阿卡邦结算周期相对较长所致（3-6 个月）；存货金额 6.63 亿元，较上年末增长 36.34%，主要是库存商品和原材料等，其中库存商品 5.68 亿元¹³，按账面余额计提跌价准备 1.21 亿元，近三年公司存货周转速度分别为 0.85 次、0.90 次和 1.07 次；其他流动资产 5.21 亿元，较上年末增长 31.89%，主要是银行理财产品增加所致。2017 年 9 月末，公司流动资产为 18.10 亿元，其中货币资金 1.75 亿元（受限部分 0.03 亿元），较年初减少 40.06%，主要用于原材料采购及购买理财产品等；其他流动资产 3.61 亿元，较年初减少 30.69%，系银行理财产品到期赎回所致，公司理财有一定规模，需关注本金回收情况。受短期债务规模增加影响，2017 年 9 月末公司流动比率和速动比率分别大幅降至 73.24% 和 40.99%，较年初相比分别下降 108.71 个百分点和 76.25 个百分点。未来公司业务扩张或将持续扩大融资规模，需关注资产流动性压力。

图表 17. 公司 2014 年末以来资产构成情况（单位：万元）



资料来源：根据朗姿股份所提供资料整理。

2016 年末，该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权

¹³ 库存商品中婴童装 2.29 亿元，女装 3.39 亿元。

投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉组成，其中可供出售金融资产金额 0.89 亿元，较上年末增长 93.19%；长期股权投资年末金额 5.99 亿元，为公司对参股公司的投资，由于阿卡邦纳入合并报表，长期股权投资较上年末减少 22.92%；受合并范围增大影响，公司投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉规模均有较大程度增长，金额分别为 1.68 亿元、4.83 亿元、5.44 亿元和 3.70 亿元，其中商誉因合并六家医疗美容形成，由于规模较大，或将面临一定的商誉减值风险。2017 年 9 月末，公司投资性房地产较年初增长 147.50%至 4.01 亿元，主要是阿卡邦的房屋建筑开始用于出租所致；其他非流动资产为 18.44 亿元，较年初增长 18.41 亿元，主要是认缴有限合伙企业资金所致。

此外，公司还存有一定规模的受限资产，具体如下：

图表 18. 2017 年 9 月末公司受限资产情况（单位：万元）

指标名称	受限额度	受限原因
固定资产	30,396.55	银行抵押
应收账款	173.96	短期借款质押
韩国阿卡邦土地和建筑物	8,319.12	抵押
货币资金	250.00	短期借款质押
合计	39,139.63	-

资料来源：根据朗姿股份提供的数据整理、计算。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司品牌知名度和市场占有率较高，随着业务链向外拓展，公司经营风险得到分散。公司融资渠道畅通，通过在资本市场筹集资金，使得负债规模维持在较低水平，财务结构较稳健。

（1）品牌知名度和市场占有率较高

该公司在中高端女装市场经营历史较久，其主要女装品牌在国内中高端女装行业排名靠前，已拥有较高的品牌知名度和市场占有率。

（2）现金流情况良好

该公司现金流情况良好，可为债务的偿付提供一定保障。

（3）融资渠道较通畅

该公司作为上市公司，通过资本市场有一定补充资金的能力。

（二）外部支持

该公司为上市公司，从资本市场补充资金的实力较强，且与多家金融机构保持良好的业务合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司共获得各银行授信额度 11.49 亿元，其中已使用额度 9.10 亿元，尚未使用的额度为 2.38 亿元，融资空间不大。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014-2016 年及 2017 年 1-9 月，该公司营业收入分别为 12.35 亿元、11.44 亿元、13.68 亿元和 16.45 亿元，净利润分别为 1.21 亿元、0.74 亿元、1.84 亿元和 0.99 亿元，公司盈利对本次债券的利息偿付提供一定的保障。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司外部融资渠道畅通，能够通过商业银行信贷、资本市场直接融资等方式获得业务运营及债务偿付所需资金，本次债券的偿付资金来源较有保障。

（三）担保分析

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，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，初始注册资本为 1 亿元。深圳高新投于 2004 年更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更名为现名。经过多次增资及股权转让，截至 2014 年末，深圳高新投注册资本为 22 亿元。

2014 年 9 月，深圳高新投通过引进战略投资者方式增资扩引入深圳

远致富海三号投资企业（有限合伙）¹⁴（简称“远致富海三号”）、深圳市海能达投资有限公司（简称“海能达”）、恒大企业集团有限公司（简称“恒大集团”）三家战略投资者，合计向深圳高新投增资 26.52 亿元（其中 12.13 亿元作为股本溢价计入“资本公积”）。2015 年 7 月，上述战略投资者资金已全部到位，深圳高新投注册资本增至 35.39 亿元。2016 年 5 月，深圳高新投以资本公积 13.13 亿元按转增前股本比例转增注册资本，增资后，深圳高新投注册资本增至 48.52 亿元。其中深圳投控持股比例为 35.69%，仍为深圳高新投控股股东。

深圳高新投是深圳市人民政府为支持全市中小科技企业发展而设立的一家专业担保机构，是国内最早成立的担保机构之一。深圳高新投经营范围为：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁。经过多年发展，深圳高新投逐步形成了以融资担保、保证担保、创业投资为主，资金管理及咨询、典当、小额贷款等为辅的经营格局。截至 2016 年末，深圳高新投纳入合并范围的子公司共 6 家。

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¹⁵，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。

深圳高新投是在深圳市政府推动深圳市产业结构转型升级背景下成立的，承担着解决深圳市中小科技企业融资难的政策性职能。作为国内最早成立的专业担保机构之一，目前深圳高新投已形成以融资担保、保证担保、创业投资业务为主、资金管理及咨询、典当、小额贷款等延伸业务作为补充的多元业务结构。经过多年经营，深圳高新投业务模式已较成熟，目前担保放大倍数较高，业务规模趋于饱和，但得益于 2015 年引进战略投资者工作的完成，深圳高新投担保资本金补充压力缓解，资本实力增强，且后续仍有大额增资计划。

随着保证担保业务在全国市场渗透，融资担保业务、金融产品担保业

¹⁴ 该合伙企业于 2015 年 5 月设立，全体合伙人对合伙企业认缴出资总额为 14.20 亿元，合伙期限 5 年，其中远致投资任有限合伙人，深圳市远致富海投资管理有限公司（以下简称“远致富海”）任执行合伙人。

¹⁵ 深圳高新投营业收入包括非融资担保业务收入、融资担保业务收入、资金管理业务收入、咨询服务收入和其他业务收入。

务以及资金管理业务的较快发展，深圳高新投营业收入呈增长态势，深圳高新投还通过“投保联动”模式开展创业投资业务，得益于早期投资项目的二级市场退出，近年来，深圳高新投投资收益增长较快。整体盈利能力较强。近年来深圳高新投逐步控制融资担保规模，而受外部环境影响，2016年以来深圳高新投融资担保代偿存在一定的代偿，但深圳高新投保证担保业务代偿风险相对较低，且担保风险准备金较充分，代偿风险总体可控。

深圳高新投在保证担保业务正常开展的前提下，将闲置资金主要用于委托贷款，近期中小企业经营压力增大，委托贷款投资已出现违约，需持续关注该类资产的潜在损失风险。随着深圳高新投典当、小贷业务的发展，典当和小贷业务规模逐渐扩大，深圳高新投面临一定的典当、小贷业务的资金回收风险。

根据本评级机构评定（“新世纪企评[2017]020169”），深圳高新投的主体信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。深圳高新投为本次债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步提升本次债券本息偿付安全性。

九、结论

该公司系国内高端女装行业知名企业，为深交所中小板上市公司，法人治理结构完善，管理团队的经营较丰富，组织架构建设合理，能够满足公司现阶段经营发展需要。公司制定了详细的管理制度，内部控制较严格，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司主业较为突出，且具有一定的规模优势，主要产品在细分市场有较强的竞争力。近年来经产业布局，公司婴童业务板块在其营业收入中的占比不断提升，多元化业务发展有利于分散公司经营风险，提高抗风险能力，但现阶段公司在国内的销售渠道仍在铺设，婴童销售收入主要来自韩国本土；2016 年公司收购的六家医疗美容机构均完成业绩承诺，合计实现净利润 0.29 亿元；化妆品业务短期内受中韩两国政治关系影响已暂停。整体来看，公司新投资产业对外关联度较高，易受到国际政治因素影响，存在一定的地缘政治风险。

随着合并范围的扩大，该公司期间费用有所增长，费用控制情况有待优化。2016 年公司经营效益主要依靠投资收益和政府补助带动，盈利能力偏弱。公司经营负债程度较低，但随着业务规模持续扩大及投资增加，负债规模逐年增长，目前公司刚性债务规模较大，并以短期刚性债务为主，债务结构不尽合理，但现金流情况良好，可对债务偿付提供一

定缓冲。公司货币资金存量较充足，有一定的即期付现能力，融资渠道畅。

另外，深圳高新投为本次债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步提升本次债券本息偿付安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

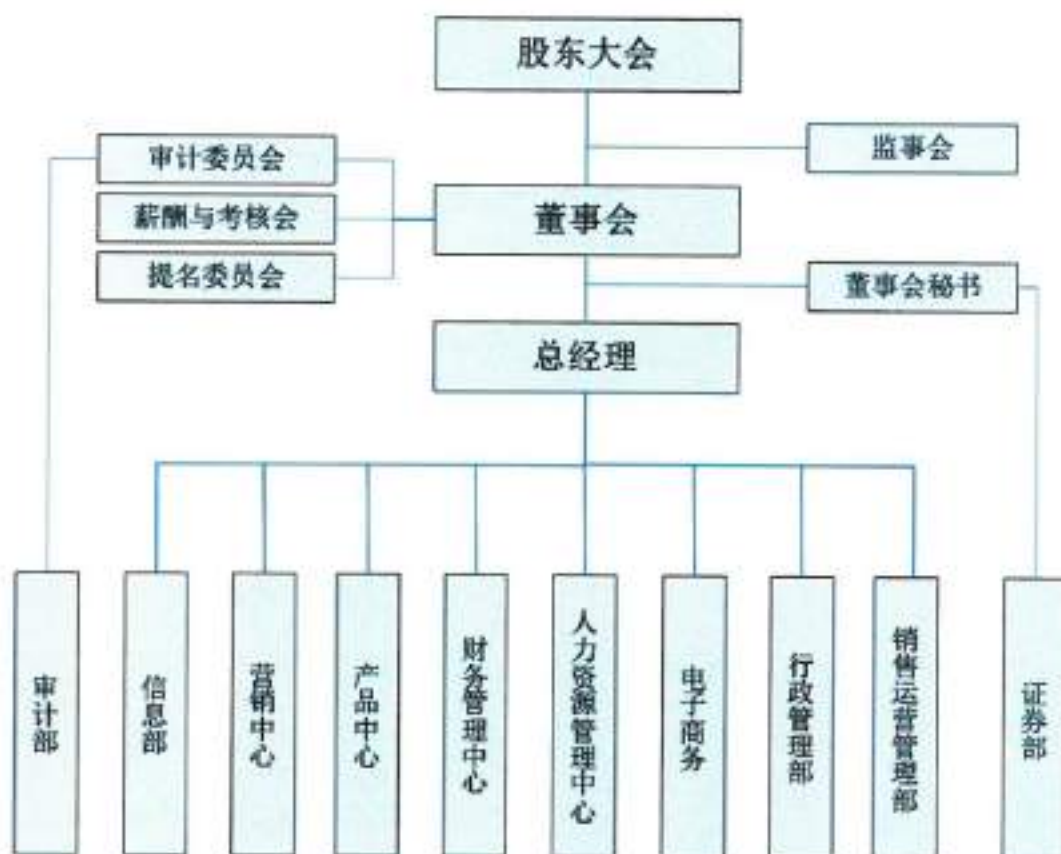
公司与实际控制人关系图



注：根据朗姿股份提供的资料绘制（截至2017年9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2017年9月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金 净流入量	
朗姿股份有限公司	朗姿股份	0	服装生产：销售、婴幼儿用品、化妆品、玩具等	6.34	32.40	13.68	1.84	1.32	
朗姿（韩国）有限公司	朗姿（韩国）	100.00%	服装研发、设计等	-	3.31	3.04	0.00	-0.00	
西藏哗叽服饰有限公司	西藏哗叽	100.00%	设计、生产、加工销售服装服饰及生产加工民族呢绒手工编织产品等	1.50	3.11	3.47	1.26	-0.75	
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	米兰柏羽	63.49%	外科：整形外科、医疗美容科、美容牙科等	0.55	-0.04	0.51	0.09	0.29	
株式会社阿卡邦	阿卡邦	26.53%	设计生产婴幼儿服装、用品、护肤品、玩具等	0.16	9.69	2.99	0.21	-0.24	

注：根据朗姿股份 2016 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 前三季度
资产总额 [亿元]	28.98	27.89	44.23	62.69
货币资金 [亿元]	4.55	3.62	2.91	1.75
刚性债务 [亿元]	4.64	3.32	6.34	19.65
所有者权益 [亿元]	22.56	23.25	32.40	35.95
营业收入 [亿元]	12.35	11.44	13.68	16.45
净利润 [亿元]	1.21	0.74	1.84	0.99
EBITDA [亿元]	1.91	1.41	2.47	—
经营性现金净流入量 [亿元]	0.36	1.51	1.32	1.02
投资性现金净流入量 [亿元]	0.35	-0.86	-3.11	-17.70
资产负债率 [%]	22.17	16.63	26.75	42.65
长期资本固定化比率 [%]	34.68	60.61	74.53	117.41
权益资本与刚性债务比率 [%]	485.77	699.27	511.26	182.93
流动比率 [%]	611.66	297.43	181.95	73.24
速动比率 [%]	432.05	188.72	117.24	40.99
现金比率 [%]	139.83	78.17	27.87	7.12
利息保障倍数 [倍]	85.45	4.34	13.97	—
有形净值债务率 [%]	30.47	21.22	53.09	98.04
营运资金与非流动负债比率 [%]	534.05	—	639.36	-326.07
担保比率 [%]	—	—	—	—
应收账款周转速度 [次]	11.04	11.18	5.87	—
存货周转速度 [次]	0.85	0.90	1.07	—
固定资产周转速度 [次]	5.95	3.25	3.29	—
总资产周转速度 [次]	0.45	0.40	0.38	—
毛利率 [%]	60.66	58.99	54.96	54.20
营业利润率 [%]	11.43	6.34	10.28	5.79
总资产报酬率 [%]	5.89	3.53	5.69	—
净资产收益率 [%]	5.28	3.25	6.61	—
净资产收益率 * [%]	5.28	3.25	6.85	—
营业收入现金率 [%]	112.69	114.96	104.06	104.50
经营性现金净流入量与流动负债比率 [%]	13.29	38.09	17.51	—
经营性现金净流入量与负债总额比率 [%]	8.37	27.27	16.08	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率 [%]	26.51	16.43	-23.68	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 [%]	16.69	11.76	-21.74	—
EBITDA/利息支出 [倍]	101.67	6.11	16.81	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.41	0.35	0.51	—

注：表中数据依据鹏安股份经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务报表整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计 $\times 100\%$
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计) $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计 $\times 100\%$
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计 $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times 100\%$
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计 $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2] $\times 100\%$
非筹资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+报告期投资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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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

附录六：

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。