

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(2020)100303】

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/2020 年 6 月 19 日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2019 年 5 月 8 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	0.32	0.04	0.07	0.60
刚性债务	19.52	16.68	4.20	4.00
所有者权益	21.08	21.42	26.54	27.12
经营性现金净流入量	-12.89	6.98	8.26	0.88
合并口径数据及指标:				
总资产	69.38	72.82	52.99	52.50
总负债	31.69	29.98	16.13	15.85
刚性债务	25.62	22.96	8.03	7.57
所有者权益	37.69	42.84	36.86	36.65
营业收入	23.53	26.62	30.07	5.87
净利润	1.93	2.04	0.41	-0.22
经营性现金净流入量	1.29	0.54	5.97	2.09
EBITDA	3.46	4.88	3.25	-
资产负债率[%]	45.68	41.17	30.44	30.19
权益资本与刚性债务 比率[%]	147.09	186.60	458.84	484.04
流动比率[%]	72.54	154.32	177.34	176.72
现金比率[%]	7.00	10.90	33.22	51.90
利息保障倍数[倍]	4.65	2.31	2.41	-
净资产收益率[%]	5.51	5.07	1.02	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.46	2.04	34.55	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-102.36	6.31	60.00	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.72	2.81	3.24	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.21	-
担保人数据(合并口径):				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前 三季度
股东权益	65.59	111.96	117.87	144.52
风险准备金	3.74	4.25	4.97	5.49
平均资本回报率	10.94	9.4	9.86	-

注:根据朗姿股份经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算,2020 年第一季度财务数据未经审计。担保人数据根据深圳高新投经审计的 2016~2018 年及 2019 年前三季度未经审计的财务数据整理、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 2019 年以来朗姿股份在女装行业地位、医美业务收入增长及负债经营程度低等方面所取得的积极变化,同时也反映了纺织服装行业竞争加剧、主业盈利能力及经营业绩、并购企业整合及商誉减值、资产减值损失、存货跌价及实际控制人股权质押等方面继续面临压力。

主要优势:

- **细分市场地位仍较高。**朗姿股份在中高端女装市场经营历史较长,跟踪期内其主要女装品牌在国内中高端女装市场仍排名靠前,仍保持较高的品牌知名度。
- **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,在西南地区形成产业布局,营业收入增长较快。
- **负债经营程度较低。**跟踪期内,朗姿股份资管业务不再纳入合并范围,债务压力明显缓解,目前负债经营程度较低,财务风险整体可控。
- **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:

- **纺织服装行业竞争加剧。**跟踪期内,纺织服装行业景气度下行,细分女装市场消费群体较为趋同,竞争持续加剧。
- **主业盈利能力一般且受疫情影响经营压力加大。**跟踪期内,朗姿股份期间费用快速增长,

侵蚀公司利润空间；参股公司计提大额资产减值损失及投资收益减少，使得公司经营业绩大幅下滑。此外受新冠疫情影响，2020年第一季度公司线下业务受到冲击，利润由盈转亏，经营压力加大。

- **并购整合风险和商誉减值风险。**朗姿股份医美业务主要通过对外并购扩大业务规模，面临一定的并购整合压力；相关并购事项导致公司商誉规模较大且持续增加，公司面临一定的商誉减值风险。
- **资产减值损失风险。**跟踪期内，朗姿股份所持韩国 L&P 股权经评估测试后计提资产减值 1.18 亿元。若后续 L&P 经营业绩持续下滑，公司或持续面临资产减值风险。
- **存货跌价风险。**跟踪期内，朗姿股份因女装门店扩张、备货增加，以及婴童销售疲弱，存货规模仍较大，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%，如果证券市场出现大幅波动，可能会影响公司的股权结构稳定性。

➤ 未来展望

通过对朗姿股份发行的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，认为本期公司债还本付息安全性极高，并维持本期公司债 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 2019 年财务报表及相关经营数据、未经审计的 2020 年第一季度财务数据,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 年以来已发行债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2017 年以来已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	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

2020 年以来,在新冠疫情全球爆发、原油市场动荡影响下,境外金融市场剧烈震荡,全球经济衰退概率大幅上升,主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式,全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击,国内经济增长压力陡增,宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下,我国经济秩序仍处恢复状态,经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来,在新冠疫情全球爆发和原油市场动荡影响下,境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌,全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达

经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、

创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

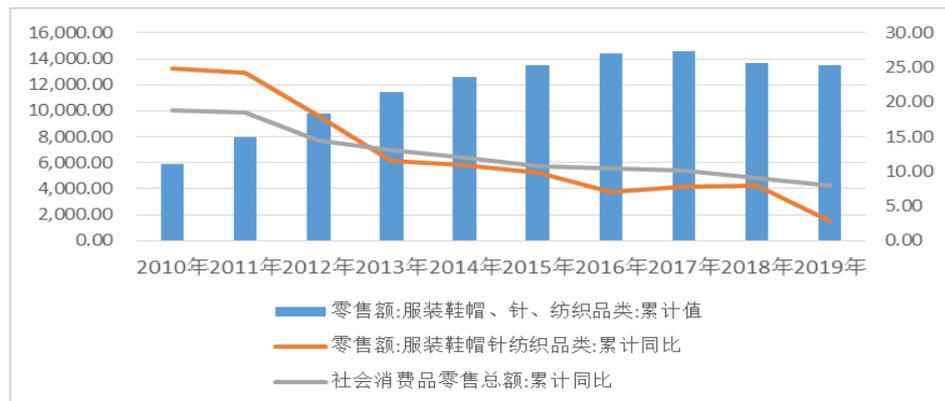
纺织服装行业存在较强的行业周期性，2019 年受宏观经济增速下行、终端需求不振等不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态。2020 年初以来，新冠疫情爆发，对线下消费市场短期冲击较大，纺织服装企业业绩承压。但在国家加强疫情防控力度及政策支持的综合影响下，疫情结束后线下消费市场有望实现较快恢复。

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。

我国服装行业已逐步由贴牌代工向品牌运营发展，同时服装消费升级趋势明显，消费者更加倾向于高档商场、高档旗舰店，对服装产品档次也提出了更高的要求。根据服装品牌研究中心统计，我国目前有超过 1 万个服装品牌，市场集中度低，同时众多国外中高端品牌加速布局国内市场，对国内品牌服装企业的销售形成冲击。我国服装业销售变动整体趋势与社会消费品零售总额较一致，2013 年以来行业销售增速持续低于社会消费品零售总额。2018~2019 年我国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额分别同比下降 5.84%，低于同期社会消费品零售总额 4.02% 的年度增长率。

图表 2. 全国服装鞋帽、针纺织品零售情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

纺织服装行业属于劳动密集型行业，其制造成本主要由原材料成本和劳动力成本构成，从原材料价格变动趋势看，纺织服装行业主要原材料棉花、化纤

价格于 2016 年均出现大幅上涨，2019 年以来棉花价格有所下滑，化纤价格仍维持在高位。人力成本方面，2018 年，中国制造业职工年平均工资已经增长至 7.21 万元，而越南工资水平仅约为国内的三分之一，泰国工资水平为国内的二分之一，促使国内制造业生产端向劳动力成本更低的越南、柬埔寨、非洲国家等地转移。

图表 3. 纺织服装行业主要原材料价格情况



资料来源: Wind

2020 年以来，新冠疫情爆发及在全国范围内蔓延，1 月下旬起国内各地通过实施临时交通管制、鼓励居民减少外出、居家隔离、延长春节假期、延迟复工等措施，以避免疫情更广范围的传播扩散。此次新冠疫情爆发正逢春节假期，属于传统的假日消费旺季，受疫情防控影响，大量零售门店暂停营业，居民外出减少以及享乐型消费意愿降低，对线下零售市场的短期冲击较大，纺织服装企业经营压力显著上升。随着当前国内疫情防控成效的不断显现，复工复产进度的加快，以及正常生产生活秩序的不断恢复，消费能力在逐步恢复中。2020 年 3 月份社会消费品零售总额降幅较 1-2 月收窄 4.7 个百分点，出现恢复态势。后期随着疫情因素消除，受抑制的消费有望实现较快恢复，但仍有待观察。

我国女装品牌起步较晚，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，目前女装市场主要由外资企业所把持。该公司为国内中高端女装生产企业。我国中高端女装定位的品牌，由于渠道类似、价格区间接近、品类接近、消费群同质化，较难实现差异化的规模扩张，这也使得国内中高端女装品牌无法出现头部企业，行业竞争持续加剧。国内女装主要上市公司包括公司、日播时尚、歌力思、锦泓集团、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，2019 年上述公司经营业绩出现分化，净利润呈两极化趋势。

图表 4. 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）				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
朗姿股份（002612.SZ）	11.44	13.68	23.53	26.62	30.07	0.74	1.84	1.93	2.04	0.41
拉夏贝尔（603157.SH）	74.39	85.51	89.99	101.76	76.66	6.58	5.72	5.37	-1.99	-22.28
日播时尚（603196.SH）	8.98	9.49	10.73	11.32	11.14	0.75	0.77	0.77	0.28	-0.05
锦泓集团 ¹ （603518.SH）	8.24	7.44	25.64	30.86	29.13	1.12	1.00	2.22	3.11	1.35
歌力思（603808.SH）	8.35	11.32	20.53	24.36	26.13	1.60	2.22	3.55	4.39	4.08
安正时尚（603839.SH）	12.25	12.06	14.21	16.49	24.38	2.44	2.36	2.73	2.81	3.28

资料来源：Wind、新世纪评级整理

行业政策方面，根据国务院和工信部陆续发布的相关规划，未来纺织服装行业主要围绕提升产业创新能力，增长方式从规模速度型向质量效益型转变，提升产品质量、注重品牌培育，向智能化、绿色化的中高端制造的变革转型将成为主要发展方向。同时《环境保护税法》对纺织服装行业的生产环节提出了更高的环保要求。

图表 5. 近年来国家对纺织服装行业出台的相关政策情况

发布时间/文件/政策名称	主要内容
2018.1《环境保护税法》	明确纺织废水主要包括印染废水、化纤生产废水、洗毛废水、麻脱胶废水和化纤浆粕废水 5 种。
国务院常务会议 2018.3	从 2018 年 5 月 1 日起制造业等增值税税率从 17% 降至 16%
国务院常务会议 2018.9	从 2018 年 11 月 1 日起，降低 1585 个税目工业品等商品进口关税税率，其中纺织品、建材等商品平均税率由 11.5% 降至 8.4%
国务院常务会议 2019.3	从 2019 年 4 月 1 日起制造业等增值税税率从 16% 降至 13%
2019.10《产业结构调整指导目录》	鼓励采用非织造、机织、针织、编织等工艺及多种工艺复合，长效整理等新技术，生产功能性产业用纺织品。

资料来源：Wind

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。

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

¹ 2019 年 6 月 20 日，维格娜丝时装股份有限公司更名为锦泓时装集团股份有限公司。

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。目前我国具备医疗美容资质的机构约 13,000 家，其中医院类占 29.1%、门诊部类占 32.9%、诊所类占 38.0%。根据艾瑞数据，2019 年我国医疗美容市场规模达 1,769 亿元，增速 22.2%；医美用户 1,367.2 万人，预测 2023 年医美用户达 2,548.3 万人。

为进一步规范行业发展，保障人民群众身体健康和生命安全，近日国家卫健委、网信办、教育部、公安部、商务部、海关、市场监管局及药监局八部委印发了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》（简称“《通知》”）（国卫办监督发【2020】4 号），同时要求行业组织与社会各个部门参与对医美行业的规范和监管。《通知》涉及的管理范围涵盖了上游药品、器械生产商，中游医美机构、医生，下游电商的医美全产业链。《通知》显示，卫健委将进一步完善医疗机构、医师信息查询制度，推动医疗美容机构公开执业信息；教育部门、行业组织应加强科普宣传教育，引导群众安全就医；各地各部门落实执行执法公示制度的要求，方便群众查询；医疗美容机构需及时、全面公开医疗美容服务相关执业信息。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）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 2019 年末公司已拥有 13 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；（4）新冠疫情短期影响正常经营。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司女装业务铺设门店较多，带动收入保持增长，同时也导

致存货和费用相应上升；阿卡邦国内销售渠道尚未搭建完毕，收入主要来自韩国，仍未实现盈利，一定程度上拖累公司整体经营业绩；医美业务因新增医疗机构及并表范围扩大，业绩增幅明显；资管业务因控制权出售不再纳入合并范围，为公司贡献的利润减少。2020年初受新冠疫情影响，公司线下业务下滑，第一季度经营业绩由盈转亏，经营压力加大。

2019年7月，该公司出售资管业务子公司北京朗姿韩亚资产管理公司（简称“朗姿韩亚资管”）控制权，朗姿韩亚资管不再纳入公司合并范围，公司业务构成有所变化。现阶段，公司主业包括中高端女装、绿色婴童和医疗美容业务。其中中高端女装为传统业务，其余业务为近几年并购取得。2019年公司主业继续扩张，营业收入保持增长，2019年为30.07亿元，同比增长12.99%；同期毛利率为58.24%，同比略有提升。2020年初，新冠疫情对线下消费市场冲击较大，公司女装、婴童、医美等板块业务量均出现不同程度下降，导致2020年第一季度公司营业收入同比下滑18.74%至5.87亿元，毛利率同比减少6.69个百分点至53.70%。

图表 6. 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

资料来源：朗姿股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度	2019年第一季度
营业收入合计	23.53	26.62	30.07	5.87	7.22
其中：主营业务收入（亿元）	23.27	26.25	29.34	5.74	7.10
在营业收入中所占比重（%）	98.90	98.62	97.57	97.79	98.34
其中：（1）中高端女装	11.10	13.80	15.12	2.86	3.74
在核心业务收入中所占比重（%）	47.70	52.56	51.53	49.83	52.68
（2）绿色婴童	8.18	6.61	7.55	1.53	1.76
在核心业务收入中所占比重（%）	35.15	25.17	25.73	26.66	24.79
（3）医疗美容	2.55	4.80	6.28	1.34	1.39
在核心业务收入中所占比重（%）	10.96	18.26	21.40	23.34	19.58
（4）资产管理	1.44	1.05	0.39	-	0.21
在核心业务收入中所占比重（%）	6.19	4.01	1.33	-	2.96
毛利率（%）	57.35	57.95	58.24	53.70	60.39
其中：中高端女装（%）	60.16	57.72	59.90	55.60	59.30
绿色婴童（%）	46.00	50.32	52.18	51.12	59.40
医疗美容（%）	56.64	59.90	57.74	51.23	57.65

主导产品或服务	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度	2019年第一季度
资产管理(%)	100.00	100.00	100.00	-	100.00

资料来源：朗姿股份

中高端女装

该公司现有女装品牌包括自有品牌、品牌代理和外购品牌三种来源。2019年公司女装业务收入15.12亿元，同比增长12.78%；毛利率59.90%，同比增加2.18个百分点。从品牌收入情况来看，2019年公司自有品牌“朗姿”收入及占比保持增长，分别为10.87亿元和71.91%；同时公司引入日本中高端女装品牌“子苞米”，当年该品牌新增收入0.31亿元，占女装收入比重的2.07%。公司代理品牌除吉高特外，其余品牌收入均有不同程度下滑。

图表 8. 公司女装品牌收入及占比情况（单位：亿元、%）

品牌	2017年		2018年		2019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	7.27	65.53	9.64	69.88	10.87	71.91
	莱茵	2.31	20.81	2.87	20.80	2.88	19.03
	玛丽	0.20	1.82	0.07	0.49	0.02	0.15
代理品牌	FABIAN A FILIPPI	0.14	1.29	0.15	1.10	0.08	0.53
	朵儿	0.03	0.30	0.01	0.11	0.01	0.05
	卓可	0.99	8.88	0.91	6.57	0.80	5.28
品牌收购	吉高特	0.15	1.37	0.15	1.05	0.15	0.98
	子苞米	-	-	-	-	0.31	2.07
合计	11.10	100.00	13.80	100.00	15.12	100.00	

资料来源：朗姿股份

从门店数量来看，2019年末该公司共有女装店铺594家，其中自营463家（包含线上15家），经销店铺131家。总店数较上年末增加89家，主要是“朗姿”和“子苞米”新增店铺较多，分别增加44家和45家。此外，公司关闭“FABIANA FILIPPI”、“朵儿”等品牌经营效益欠佳店铺13家。整体看，2019年公司女装业务品牌调整力度较大。

图表 9. 公司终端店铺情况（单位：家）

品牌	2017年末			2018年末			2019年末		
	自营	经销	合计	自营	经销	合计	自营	经销	合计
朗姿	119	106	225	147	101	248	191	105	296
莱茵	100	32	132	119	26	145	123	26	149
卓可	35	-	35	31	-	31	27	-	27
玛丽	1	-	1	-	-	-	-	-	-
第五季 ²	48	-	48	68	-	68	73	-	73
吉高特	7	-	7	10	-	10	3	-	3
FABIANA FILIPPI	4	-	4	3	-	3	1	-	1
朵儿	2	-	2	-	-	-	-	-	-

² 第五季为该公司在奥莱开设专门销售过季产品的店铺。

品牌	2017 年末			2018 年末			2019 年末		
	自营	经销	合计	自营	经销	合计	自营	经销	合计
子苞米	-	-	-	-	-	-	45	-	45
合计	316	138	454	378	127	505	463	131	594

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，2019 年三种生产模式的占比分别为 11.46%、19.09% 和 69.45%，其中定制生产比重同比下降近 4 个百分点，其余两种加工模式比重均有不同程度上升。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，2019 年末公司自制生产 13.1 万件，较上年减少 1.15 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各环节均符合质量要求；对委托加工和定制生产³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 10. 公司生产模式明细 (单位:万元、%)

生产类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自制生产	6,588.46	12.47	6,745.14	10.19	7,464.73	11.46
委托加工	12,590.85	23.82	11,079.58	16.04	12,430.2	19.09
定制生产	33,674.79	63.71	48,375.09	73.07	45,222.02	69.45
合计	52,854.10	100.00	66,199.82	100.00	65,116.94	100.00

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。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。

该公司的主要供应商为上游成衣制造商，2019 年公司从前五大供应商合计采购金额 1.33 亿元，占采购总额的 13.41%，采购集中度依然不高。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。

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

³ 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。

台进行销售，其中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，2019 年收入占比分别为 83.93% 和 16.07%，其中自营收入占比提升 1.03 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 2019 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 296 名，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、14 项实用新型专利，2019 年全年研发费用为 1.03 亿元。

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。截至 2019 年末持股比例未发生变化。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，在韩国拥有较高的知名度。

2019 年，该公司关停阿卡邦亏损及低效店铺 182 家，年末店铺数量 817 家，其中韩国 766 家；国内销售渠道包括自营店铺 30 家（含线上 4 家）、经销加盟 21 家，线下终端门店拓展至浙江、辽宁、安徽及四川等地。现阶段，阿卡邦国内销售渠道仍在铺设，知名度不高。对此，公司已引进专业营销团队，组建研发设计和供应链团队，以逐步提高阿卡邦系列品牌在国内知名度和市场竞争力。2019 年，阿卡邦实现营业收入 7.96 亿元，同比增长 17.02%；净利润-0.87 亿元，同比减少 4.19%，仍为亏损状态。公司已于 2018 年末对涉及阿卡邦的商誉全额计提减值 0.43 亿元。

2020 年第一季度，新冠疫情全球蔓延，阿卡邦主要经营所在地韩国亦采取一定程度的居家隔离措施，线下业务受到冲击，当期营业收入同比下滑 10.44% 至 1.63 亿元；同期净利润同比下滑 73.11% 至 -0.27 亿元，亏损程度有所扩大。

图表 11. 近几年阿卡邦经营数据情况（单位：万元）

科目	营业收入	营业利润	净利润	毛利率
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%
2019 年	79,585.15	-9,374.19	-8,733.28	52.18%
2020 年第一季度	16,314.70	-2,745.88	-2,657.74	52.14%
2019 年第一季度	18,215.63	-1,905.14	-1,535.31	59.40%

资料来源：朗姿股份

阿卡邦经营模式包括直营、经销和贸易三种，2019 年收入占比分别为 66.61%、27.95%和 5.45%。其中经销模式收入占比提升明显，同比增加 17.93 个百分点；贸易收入占比因国际业务持续收缩进一步下滑至 5.45%。

图表 12. 阿卡邦经营模式分类（万元、%）

经营模式	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营	48,533.75	59.31	53,377.29	80.79	50,263.88	66.61
经销（代销）	20,127.92	24.60	6,619.38	10.02	21,089.62	27.95
贸易	13,169.07	16.09	6,072.72	9.19	4,110.05	5.45
合计	81,830.73	100.00	66,069.39	100.00	75,463.55	100.00

资料来源：朗姿股份

医疗美容业务

该公司医疗美容业务由子公司朗姿医疗管理有限公司（简称“朗姿医疗”）负责运营，系公司于 2017 年设立，初始注册资本 5 亿元，持股比例 100%。2018 年公司为了加快医美业务发展，向申东日、中韩基金、十月吴巽等转让部分朗姿医疗股权，同时朗姿医疗引入新股东扩股增资。完成后，朗姿医疗注册资本增至 5.46 亿元，公司持股比例降至 58.18%。2019 年，公司以发行股份购买资产方式收购朗姿医疗 41.19% 剩余少数股权并配套募集资金⁴，截至年末已持有朗姿医疗 100% 股权。

跟踪期内，朗姿医疗继续在西南地区拓展医美业务：（1）以自有资金 0.63 亿元收购西安美立方医疗美容医院有限公司（简称“西安美立方”）⁵60% 股权；（2）收购宝鸡高一生 21% 的股权，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制；（3）与医美员工合伙企业共同设立新南晶肤，其中朗姿医疗持股 55% 股权，对其实施控制。通过内生增长及外延并购方式，2019 年末公司医美机构数量由 2018 年末的 10 家增至 13 家，朗姿医疗收入保持较快增长。2019 年朗姿医疗实现营业收入 6.33 亿元，同比增长 31.80%，净利润 0.87 亿元，同比增长 55.03%。2020 年第一季度，朗姿医疗营业收入 1.35 亿元，同比基本持平，净利润 0.06 亿元，同比减少 68.42%，主要是当期新开门店导致费用增加较多所致。

⁴ 该公司非公开发行 35,070,744 股股份购买申东日、中韩基金、十月吴巽等持有的朗姿医疗 41.19% 股权（对应交易价格 3.16 亿元）于 2019 年 8 月 20 日上市，股本溢价 2.81 亿元计入当期资本公积；2020 年 3 月，上述股权收购募集配套资金完成非公开发行股份 7,374,631 股，募集资金净额 0.36 亿元。本次股权收购，公司与申东日签订《盈利预测补偿协议》：朗姿医疗 2019-2021 年分别实现净利润不低于 5,570 万元、6,810 万元和 7,040 万元。若未来朗姿医疗业绩不达预期，申东日将以本次交易获得的新增股份进行股份补偿。

⁵ 截至 2018 年末，西安美立方资产总额 0.17 亿元，净资产-0.17 亿元；2018 年实现营业收入 0.34 亿元，净利润-0.15 亿元。

图表 13. 截至 2019 年末公司医疗美容业务品机构数量及分布情况

品牌	数量	类型	地区
米兰柏羽	3	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美	8	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安
高一生	2	医院、门诊部	西安、宝鸡
合计	13	-	-

资料来源：朗姿股份

从业绩承诺完成情况来看，2019 年“高一生”实现营业收入 1.54 亿元，同比增长 29.75%；净利润 0.36 亿元，同比增长 59.79%，完成当年业绩承诺（0.24 亿元），且三年业绩承诺期已满⁶；同期“米兰柏羽”实现营业收入 2.11 亿元，同比增长 25.18%，净利润 0.35 亿元，同比增长 19.99%。公司主要医美品牌业绩增长较快。2019 年末，公司对医美品牌中 12 家公司采用收益法评估进行减值测试，测试结果显示均不存在商誉减值迹象。2020 年初受新冠疫情影响医美门店客流量大幅减少，公司医美业务受到一定影响。现阶段国内疫情已得到控制，各地区已基本复工复产，公司医美业务后续将进入正常运营。公司医美业务子公司均通过外购方式取得，已形成较大规模的商誉，若未来相关企业经营业绩不佳，或面临一定的商誉减值风险。

图表 14. 公司主要诊所/医院经营数据情况（单位：万元）

科目	2017 年			2018 年			2019 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	17,403.14	2,990.34	2,349.50	24,860.88	3,606.93	2,938.07	31,119.95	4,242.50	3,525.28
四川晶肤医学美容医院有限公司	3,710.36	984.49	765.99	4,400.48	915.93	767.14	5,535.28	995.94	817.88
西安晶肤医疗美容有限公司	1,520.41	351.95	309.37	1,882.81	546.76	462.13	2,082.00	559.81	463.78
陕西高一生医疗美容医院有限公司	-	-	-	11,893.41	2,868.10	2,269.19	15,431.61	4,423.16	3,625.89
合计	22,633.91	4,326.78	3,424.86	43,037.58	7,937.72	6,436.53	54,168.83	10,221.42	8,432.84

资料来源：朗姿股份

⁶ “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。

对外投资

该公司因对外投资产生较大规模的长期股权投资，2019 年末余额 11.88 亿元。具体情况如下：

图表 15. 2019 年末公司主要长期股权投资情况（亿元）

联营企业	权益法下确认的投资损益	账面余额	减值准备余额
L&P 化妆品有限公司	0.06	3.29	1.18
广州若羽臣科技股份有限公司	0.11	1.81	-
北京朗姿韩亚资产管理有限公司	0.15	6.34	-
合计	0.32	11.44	1.18

资料来源：朗姿股份

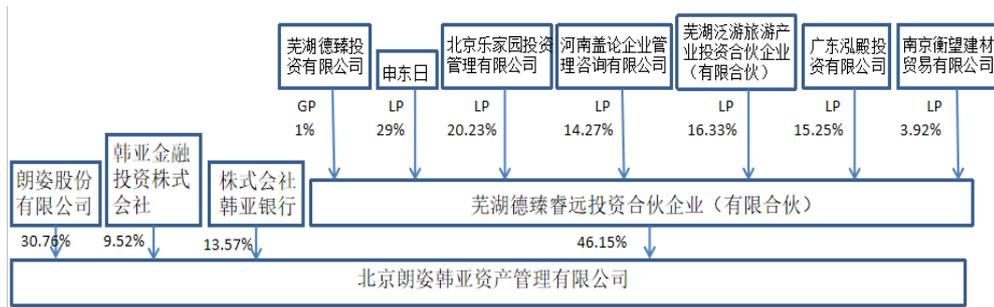
2015 年，该公司投资参股韩国化妆品公司 L&P Cosmetic Co., Ltd.（简称“L&P”），持有 10% 的股权，后被稀释为 9.8%，2018 年和 2020 年公司分别出售其中 0.7 和 1% 股权，截至 2020 年 4 月 21 日，公司持股 8.1%。L&P 主要业务为研发、生产和销售各类护肤品，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Labocare”等，销售主要依赖韩国免税店的客流量以及在国内的线上销售。2019 年 L&P 实现营业收入 13.92 亿元，同比减少 27.95%，净亏损 0.77 亿元，上年同期盈利 2.88 亿元。2019 年 L&P 因在中国市场销售不佳，经营业绩出现大幅下滑，经评估后公司对所持其长期股权投资的账面价值进行减值测试，计提减值准备 1.18 亿元。

资管业务方面，该公司资管业务由朗姿韩亚资产管理有限公司（简称“朗姿韩亚资管”）负责运营，系 2016 年公司与韩国韩亚金融控股集团子公司株式会社韩亚银行（简称“韩亚银行”）合资设立，注册资本 10 亿元，持股比例分别为 75% 和 25%。2018 年引入 2 家新进投资者并完成增资后，朗姿韩亚资管注册资本增至 15.5 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司、韩国韩亚金融投资株式会社⁷及 2 家新进投资者持股比例分别为 76%、15%、4.5% 和 4.5%。

2019 年，该公司将朗姿韩亚资管 42% 股权以 6.96 亿元转让给芜湖德臻睿远投资合伙企业（有限合伙）（简称“芜湖德臻”）。转让后，公司持有朗姿韩亚资管股比由 76% 变为 34%，对其不再控制。截至 2019 年 9 月末，朗姿韩亚资管已完成工商手续变更，向公司归还全部借款 4.13 亿元及利息 0.12 亿元，同时公司为其提供的银行借款担保已全部解除。2019 年末，韩亚银行对朗姿韩亚资管进行增资，公司持股比例降至 30.76%，不再纳入公司合并范围。资管业务产生的投资收益对公司利润影响较大，2019 年贡献投资收益 1.01 亿元，同比减少 1.16 亿元。

⁷ 系韩国韩亚金融控股集团子公司。

图表 16. 截至 2019 年末朗姿韩亚资管股权结构图⁸

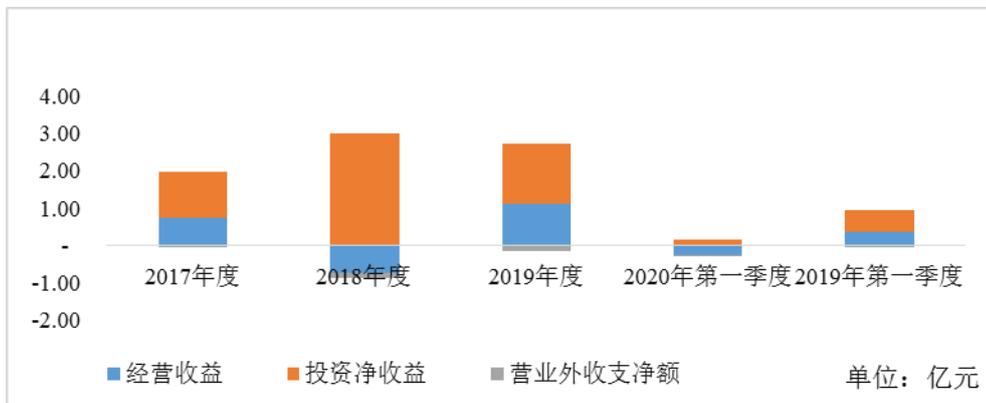


资料来源：朗姿股份

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。其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。2018 年 1 月，朗姿韩亚资管新设下属企业朗姿韩亚（香港）投资管理有限公司（简称“朗姿韩亚香港”），持股比例 76%，主要为协调与韩亚银行有关事务，目前尚未开展自营投资。

(2) 盈利能力

图表 17. 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。

2019 年，该公司实现营业收入 30.07 亿元，同比增长 12.99%，营业毛利为 17.51 亿元，同比增长 13.56%。其中中高端女装、绿色婴童和医疗美容业务毛利占比分别为 51.71%、22.48%和 20.72%，资管业务较少主要因仅合并 1-7 月收入所致。2020 年第一季度，受疫情影响及合并范围变化，公司营业收入和

⁸ 申东日为芜湖德臻睿远投资合伙企业（有限合伙）的管理人芜湖德臻投资有限公司的大股东（60%），同时持有芜湖德臻睿远 29% 股比。而芜湖德臻睿为朗姿韩亚资管第一大股东，持股占比 46.15%。此外，申东日是朗姿韩亚资管第二大股东朗姿股份的实际控制人，持有朗姿股份 48.63% 股份。因此，申东日为朗姿韩亚资管实际控制人。

营业毛利同比均有所下降,分别为 5.87 亿元和 3.15 亿元,分别同比减少 18.74% 和 27.73%。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年第一季 度	2019 年第一季 度
营业收入合计 (亿元)	23.53	26.62	30.07	5.87	7.22
营业毛利 (亿元)	13.50	15.42	17.51	3.15	4.36
其中: 中高端女装	6.73	7.96	9.06	1.60	2.26
绿色婴童	3.76	3.32	3.94	0.85	1.08
医疗美容	1.45	2.87	3.63	0.70	0.80
资产管理	1.44	1.05	0.39	-	0.21
期间费用率 (%)	50.55	57.07	53.79	57.48	54.61
其中: 财务费用率 (%)	3.17	6.77	3.52	1.99	4.72
全年利息支出总额 (亿元)	0.60	1.73	1.00	-	-
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。

随着经营规模持续扩张, 该公司期间费用期进一步增长, 抑制了公司的利润空间, 扣除费用后主业获利能力较弱。具体来看, 2019 年公司女装和医美业务均实现盈利, 利润分别为 0.63 亿元和 0.94 亿元, 分别同比减少 25.00% 和增长 38.24%; 婴童业务仍为亏损状态, 但亏损程度同比收窄 59.06%; 资管业务亏损 0.39 亿元, 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 1.01 亿元, 不体现在业务收入中。2019 年公司期间费用 16.18 亿元, 同比增长 6.50%; 期间费用率为 53.79%, 同比减少 3.28 个百分点。公司销售费用、管理费用为期间费用主要构成, 2019 年分别为 11.29 亿元和 2.80 亿元, 其中销售费用同比增长 18.03%, 系女装业务新增门店较多所致; 管理费用同比减少 6.66%。公司研发费用和财务费用分别为 1.03 亿元和 1.06 亿元, 其中财务费用同比减少 41.35%, 主要是融资需求减少, 利息支出相应下降。2020 年第一季度, 公司期间费用 3.37 亿元, 同比减少 16.93%, 主要是销售费用和财务费用下降, 同期分别为 2.32 亿元和 0.12 亿元, 分别同比减少 12.77% 和 65.82%。

图表 19. 2019 年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	15.12	6.28	7.55	0.39	29.34
营业总成本	14.49	5.34	8.07	0.78	28.68
其中: 核心业务成本	6.06	2.66	3.61	0.00	12.33
税金及附加	0.17	0.00	0.02	0.01	0.20
销售费用	5.61	2.04	3.64	0.00	11.29
管理费用	1.13	0.61	0.54	0.49	2.77
研发费用	0.78	0.00	0.25	0.00	1.03
财务费用	0.74	0.03	0.01	0.28	1.06

项目	中高端女装	医美业务	绿色婴童	资管业务	合计
期间费用合计	8.26	2.68	4.44	0.77	16.15
资产减值损失	0.19	0.00	-0.03	-0.04	0.12
主营业利润	0.63	0.94	-0.52	-0.39	0.66
净利率	9.03%	13.37%	-11.21%	160.34%	1.35%
毛利率	60.10%	57.82%	52.51%	100.00%	58.24

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

除主业经营外，投资收益及政府补助等非经常性损益对该公司利润贡献较大。2019年，公司投资收益为1.60亿元，同比减少46.87%，主要是所持朗姿韩亚资管股权减少、资管业务规模收缩所致。公司投资收益主要包括资管业务产生的投资收益1.01亿元，权益法核算的长期股权投资收益及处置朗姿韩亚资管股权产生投资收益分别为0.23亿元和0.24亿元。2019年公司资产减值损失1.27亿元，主要是L&P经营业绩不佳，公司对所持其长期股权投资的账面价值进行减值测试计提减值准备所致。若后续L&P经营业绩持续下滑，或仍将面临资产减值风险。此外，2019年公司获得政府补助0.11亿元，主要是产业发展扶持资金及各专项基金等，但规模有限。整体看，2019年公司盈利受资产减值损失及投资收益减少而呈现下滑。2020年第一季度，公司投资收益及资产减值损失分别为0.15亿元和-0.27亿元。其中投资收益同比减少73.76%，系所持朗姿韩亚资管股比下降所致。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析⁹

影响公司盈利的其他因素	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度
投资净收益（亿元）	1.23	3.01	1.60	0.15
其中：理财产品（亿元）	0.25	0.17	0.11	-
合营企业（亿元）	0.41	0.48	0.23	0.13
投资收益-金融资产（亿元）	0.58	2.17	1.01	-
其他收益	0.25	0.16	0.11	0.05
营业外收入（亿元）	0.05	0.03	0.03	0.00
资产减值损失（亿元）	-0.68	-0.77	-1.27	-0.19
其中：存货跌价损失（亿元）	-0.09	-0.13	-0.12	-0.19
商誉减值损失（亿元）	-	-0.43	-	-
可供出售金融资产/长期股权投资减值损失（亿元）	0.49	-	-1.15	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

⁹ 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。

2019年，该公司利润总额及净利润分别为1.41亿元及0.41亿元，分别同比减少37.82%和80.07%；同期营业利润率及净利润率分别为5.19%和1.35%，分别同比下滑3.81个百分点和6.33个百分点。2020年第一季度，公司利润总额及净利润分别为-0.25亿元和-0.22亿元，受疫情影响出现亏损。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将仍以泛时尚产业为核心，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2019年末已完成投资1.12亿元，完工进度67.90%。二期工程目前尚未计划实施。

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2019年末分别持有公司48.63%、6.87%和4.57%的股权。

2020年5月11日，该公司控股股东、实际控制人申东日先生将其持有的公司股票7,300,000股（占本公司股份总额的1.65%）质押给中邮证券有限责任公司，质押到期日为2021年5月12日。截至公告披露日，申东日先生共持有公司股份211,559,098股，占公司总股本47.82%。本次股份质押展期之后，其所持有公司股份累计被质押130,029,800股，占其持有公司股份的比例为61.46%，占公司总股本的比例为29.39%。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2020年4月2日）及相关资料，跟踪期内，公司及核心子公司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	2020/4/2	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/6/11	正常	正常	正常	正常
诉讼	公开查询	2020/6/11	无	无	涉及 ¹⁰	无
工商	公开查询	2020/6/11	无	无	无	无
质量	公开查询	2020/6/11	无	无	无	无
安全	公开查询	2020/6/11	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，因出售部分股权使得朗姿韩亚资管不再纳入该公司合并范围，财务数据变化较大；具体表现为公司债务规模大幅减少，财务杠杆明显下降；同时回笼较多资金，债务期限结构有所改善，短期债务偿付压力得以缓解。目前公司负债经营程度较低，经营性现金流持续净流入，可为即期债务偿付提供缓冲。但公司持续的并购行为积累了较大的商誉规模，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 2019 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。公司 2020 年第一季度数据未经审计。

2019 年，因出售朗姿韩亚资管部分股权，该公司丧失朗姿韩亚资管及子公司北京麦可利商业管理有限公司控制权¹¹，对财务数据产生影响，因此 2018 年与 2019 年财务数据不可比；公司因新设、并购新增孙公司 4 家。截至 2019

¹⁰ 2018 年，该公司控股子公司四川米兰与四川广云建设工程有限公司（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 2,895.5462 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。尔后，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诉讼状，主张四川米兰仍应向其支付 2,895.5462 万元工程款，并应支付迟延履行金 545 万元（合计 3,260.5462 万元）。2019 年 7 月，四川米兰收到《四川省成都市中级人民法院民事判决书》【2018】川 01 民初 1908 号，判决结果为驳回四川广云的诉讼请求。目前四川米兰接到法院通知，四川广云已上诉。

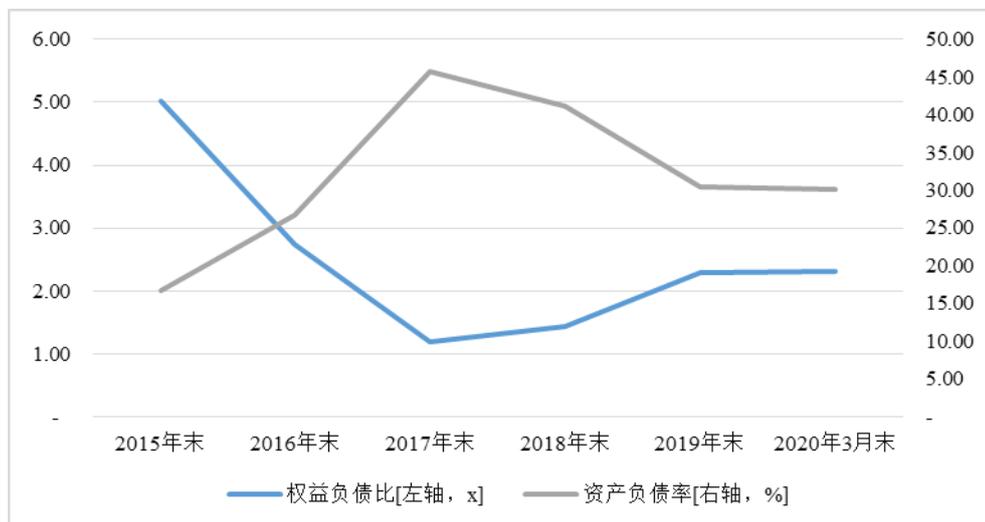
¹¹ 朗姿韩亚持有北京麦可利商业管理有限公司（以下简称“麦可利”）35% 股权，该公司持有麦可利 20% 股权，本次交易完成后，朗姿韩亚不再纳入合并范围，麦可利也失去控制，也不再纳入合并范围。

年末公司合并范围内共计子公司 28 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 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。

因朗姿韩亚资管不再纳入合并范围，该公司负债规模及资产负债率均有明显回落，2019 年末分别为 16.13 亿元和 30.44%，分别较上年末减少 46.19% 和 10.73 个百分点。权益方面，2019 年公司发行股份收购朗姿医疗 41.19% 少数股东权益，发行股份 0.35 亿股，年末股本增至 4.35 亿元，股本溢价 2.81 亿元计入当期资本公积，年末资本公积增至 16.74 亿元。而少数股东权益受朗姿韩亚出表、朗姿医疗股权收购影响较上年末减少 7.97 亿元至 7.08 亿元。综上所述，2019 年末公司所有者权益较上年末减少 13.97% 至 36.86 亿元。利润分配方面，2019 年公司现金分红 1.40 亿元，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达 238.36%，关注分红情况对公司所有者权益的影响。2020 年 3 月末，公司负债总额为 15.85 亿元，资产负债率为 30.19%，均较上年末变化不大。

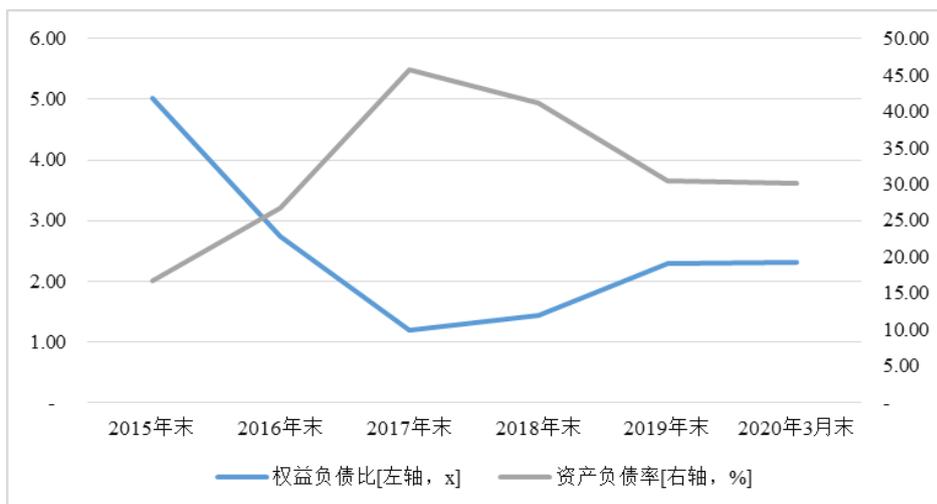
图表 23. 公司近年分红情况

核心债务	2017 年	2018 年	2019 年
现金分红数（亿元）	0.60	1.00	1.40
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）	1.88	2.10	0.59
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(%)	31.99	47.52	238.36

资料来源：朗姿股份

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	3.32	6.34	25.62	22.96	8.03	7.57
应付账款 (亿元)	0.49	1.34	1.22	1.47	1.67	1.51
预收款项 (亿元)	0.28	0.72	0.77	1.69	2.39	3.21
其他应付款 (亿元)	0.31	1.75	2.03	1.76	2.12	1.84
刚性债务占比 (%)	71.69	53.59	80.49	76.59	49.80	47.76
应付账款占比 (%)	10.63	11.29	3.85	4.91	10.32	9.51
预收款项占比 (%)	5.94	6.07	2.42	5.65	14.80	20.24
其他应付款占比 (%)	6.77	14.76	6.39	5.88	13.12	11.63

资料来源：根据朗姿所提供数据绘制。

因朗姿韩亚资管不再纳入合并范围，该公司短债长用现象得以改善，2019 年末长短期债务比为 49.34%，较上年末提升 23.06 个百分点。年末公司流动负债 10.80 亿元，较上年末减少 54.50%，主要是短期借款减少所致。流动负债主要包括短期刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款，2019 年末分别为 8.03 亿元、1.67 亿元、2.39 亿元和 2.12 亿元。其中应付账款较上年末增长 13.13%，主要是业务规模扩大采购货款相应增加。预收款项较上年末增长 40.91%，主要是童装经销商增加，预收货款相应增加。其他应付款主要是收取的押金/质保金、预提费用及应付股权转让款等，较上年末增长 20.14%，主要是新增美立方应付股权转让款 0.24 亿元。2020 年第一季度，公司流动负债 10.77 亿元，较年初变化不大。其中预收款较年初增长 34.38% 至 3.21 亿元，主要是医美业务预收款增加所致。

非流动负债方面，2019 年末该公司非流动负债 5.33 亿元，较上年末减少 14.57%，主要是长期借款减少所致。非流动负债主要由应付债券和递延所得税负债构成，年末余额分别为 4.21 亿元和 0.96 亿元，较上年末变化均不大。2020 年 3 月末，公司非流动资产 15.85 亿元，较年初变化不大。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月 末
短期刚性债务合计	3.32	5.93	24.56	17.80	3.75	3.51
其中：短期借款	3.32	5.72	15.40	17.77	3.75	3.51
一年内到期非流动负债	-	0.20	-	-	-	-
应付短期债券	-	-	9.11	-	-	-
其他短期刚性债务	-	0.00	0.05	0.03	-	-
中长期刚性债务合计	-	0.41	1.07	5.16	4.28	4.06
其中：长期借款	-	0.41	1.07	0.95	0.07	0.06
应付债券	-	-	-	4.20	4.21	4.00
综合融资成本（年化，%）	3.89%	3.60%	6.23%	5.96%	5.32%	5.34%

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。

2019 年末，该公司刚性债务 8.03 亿元，较上年末减少 64.96%。其中短期刚性债务 3.75 亿元，均为短期借款，较上年末减少 14.02 亿元，短期借款方式以抵押+保证借款为主，占比为 83%，其余为保证借款和抵押借款；中长期刚性债务包括长期借款和应付债券，年末余额分别为 0.07 亿元和 4.21 亿元，其中长期借款较上年末减少 92.62%，应付债券变化不大。2020 年 3 月末，公司刚性债务 7.57 亿元，较年初小幅减少 5.74%。整体看，因合并范围变化，公司刚性债务规模大幅减少，债务压力有所缓解且债务结构有所改善。

图表 26. 2019 年末公司银行借款明细（单位：亿元）

	保证借款	抵押+保证借款 ¹²	抵押借款	合计
短期借款	0.50	3.13	0.12	3.75
长期借款	-	-	0.07	0.07
合计	0.50	3.13	0.19	3.82

资料来源：朗姿股份

近几年，该公司刚性债务融资成本区间为 5.32%-6.23%，融资成本偏高。从期限结构来看，公司刚性债务集中在一年以内和 2-3 年（不含 3 年），短期偿债压力尚可。

¹² 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，同时中东日提供连带责任保证担保，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 4,050.00 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 436.00 万美元，截至 2019 年末，该项保证下的借款余额折合人民币为 3.13 亿元。

图表 27. 2020 年 3 月末公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

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% 以内	0.69		
3%~4%（不含 4%）	2.82	0.60	
4%~5%（不含 5%）			
5%~6%（不含 6%）			
6%~7%（不含 7%）			
7% 及以上			4.00
合计	3.51	0.60	4.00

资料来源：朗姿股份

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
营业周期（天）	438.83	402.56	321.05	333.96	328.87	-
营业收入现金率（%）	114.96	104.06	106.03	107.96	103.24	135.57
业务现金收支净额（亿元）	3.91	3.6	6.87	8.58	10.39	3.91
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.41	-2.27	-5.57	-8.04	-4.42	-1.82
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.51	1.32	1.29	0.54	5.97	2.09
EBITDA（亿元）	1.41	2.47	3.46	4.88	3.25	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.35	0.51	0.22	0.20	0.21	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.11	16.81	5.72	2.81	3.24	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

该公司存货占用资金较多，导致营业周期较长，2019 年为 328.87 天，同比变化不大。公司经营环节主要是产品购销及资管业务产生的现金流，此外每年因支付与经营相关的销售费用、管理费用等产生一定规模的其他现金支出。2019 年朗姿韩亚资管归还公司借款产生其他现金流入较多（4.26 亿元），使得当年经营性现金净流量同比增加 5.42 亿元至 5.97 亿元。2020 年第一季度，经营性现金净流量同比增长 30.58% 至 2.09 亿元，主要是当期支付的员工薪酬及税费减少所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成，2019 年由于公司计提资产减值损失导致利润总额减少，以及本年债务减少利息支出规模相应下降，公司 EBITDA 同比减少 33.34% 至 3.25 亿元。2019 年，公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务保障程度均有不同程度提升，2019 年分别为 0.21 倍和 3.24 倍，但水平一般。

(2) 投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-5.13	-1.86	-25.61	1.27	2.89	-1.45
其中：理财产品投资回收与支付净额	4.45	-0.85	2.81	1.06	-1.20	-1.27
与主业有关的投资净额	-9.58	-1.01	-28.42	0.21	4.09	-0.18
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	-0.17	-0.41	-0.77	-0.94	-0.68	-0.16
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.45	-0.85	2.81	1.07	5.66	0.36
投资环节产生的现金流量净额	-0.86	-3.11	-23.57	1.40	7.87	-1.25

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。2019 年公司资管业务规模收缩投资活动现金流入量有所减少，且下半年处置朗姿韩亚资管股权收到现金净额 6.00 亿元，使得当年公司投资性现金净流量同比增加 6.46 亿元至 7.87 亿元。目前资管业务不再纳入公司合并范围，未来投资环节现金流入/出规模将有所下降。2020 年第一季度，因朗姿韩亚资管不再纳入合并范围，当期收回部分投资并获得的投资收益同比减少大幅，导致投资性现金净流量呈净流出状态，为-1.25 亿元。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
权益类净融资额	-	-	-	-	-0.19	0.48
债务类净融资额	7.62	2.19	19.79	18.68	-15.27	-0.12
其中：现金利息支出	0.23	0.15	0.60	1.73	2.31	0.30
筹资环节产生的现金流量净额	-1.66	2.18	21.31	-1.42	-15.46	-0.12

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

该公司筹资活动主要是债务筹措与偿付。2019 年受资管业务变动影响，公司融资压力下降、偿债压力有所缓解，筹资活动现金流入量及流出量分别同比大幅减少 27.93 亿元和 13.89 亿元。2019 年公司筹资性现金净流出 15.46 亿元，同比增加 14.04 亿元。2020 年第一季度，公司发行股份购买资产并募集配套资金募集完毕，筹资活动现金流入量同比增加较多；同时偿还债务规模减少，当期筹资性现金净流出同比大幅减少 96.22%至-0.12 亿元。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	13.80	19.08	21.45	36.63	19.16	19.04
	49.47%	43.14%	30.91%	50.31%	36.16%	36.27%
其中：货币资金（亿元）	3.62	2.91	2.06	2.58	0.94	1.66
交易性金融资产（亿元）	-	-	-	-	2.65	3.93
应收款项（亿元）	0.96	3.69	3.76	3.62	3.88	2.73
其他应收款（亿元）	0.14	0.33	0.32	0.60	0.73	0.85
存货（亿元）	4.86	6.63	7.85	9.53	9.97	9.24
一年内到期的非流动资产（亿元）	0.06	0.01	-	15.86	-	-
其他流动资产（亿元）	3.95	5.21	7.15	4.13	0.51	0.37
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	14.09	25.15	47.93	36.19	33.82	33.45
	50.53%	56.86%	69.09%	49.69%	63.84%	63.73%
其中：固定资产（亿元）	3.47	4.83	3.99	3.95	4.19	4.12
在建工程（亿元）	0.51	0.62	0.85	0.99	1.36	1.71
投资性房地产（亿元）	-	1.68	4.30	4.78	3.95	3.70
商誉（亿元）	-	3.70	3.71	5.50	6.25	6.25
无形资产（亿元）	1.37	5.44	4.18	3.82	4.00	3.91
长期股权投资（亿元）	7.77	5.99	6.36	6.55	11.88	11.63
其他非流动资产（亿元）	0.03	0.02	21.40	5.17	-	-
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.10	4.64	7.31	7.18	6.40	未提供
期末抵质押融资余额（亿元）	3.32	5.27	3.48	5.98	6.40	未提供
受限资产账面余额/总资产（%）	3.94	10.49	10.54	9.85	12.09	未提供

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

受资管业务变动影响，该公司资产结构发生较大变化。2019 年末，公司资产总额 52.99 亿元，较上年末减少 27.31%，其中流动资产 19.16 亿元，较上年末减少 47.71%，占资产比重由上年末的 50.31% 降至 36.16%。

从流动资产构成情况看，该公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成，2019 年末分别为 0.94 亿元、2.65 亿元、3.88 亿元、0.73 亿元、9.97 亿元和 0.51 亿元。其中货币资金较上年末减少 63.63%，系偿还到期债务所致，无受限货币资金；交易性金融资产为公司购买的保本型理财产品，2019 年末由其他流动资产调整至交易性金融资产；应收账款较上年末增长 7.04%，其中阿卡邦余额 1.22 亿元，较上年末变化不大，公司前五名应收账款余额占比 24.85%，账龄一年以内的占比 81% 左右，公司已按账面余额计提坏账准备 0.44 亿元；其他应收款较上年末增长 21.23%，主要是押金、质保金等；存货较上年末增长 4.67%，主要是库存商品，占比超过 90%，公司已按账面余额计提跌价准备 1.36 亿元；其他流动资产较上年末减少 3.62 亿元，主要是朗姿韩亚资管不再纳入合并范围，投资产品减少所致，目前其他流动资产主要包括店面装修费和租金等。2020 年 3 月末，公司流动资产 19.04 亿元，较年初变化不大。其中货币资金、交易性金融资产分别较年初增长 77.18% 和 48.26% 至 1.66 亿元和 3.93 亿元，主

要是公司发行股份购买资产并募集配套资金所致，以及理财产品增加所致；应收账款和预付款项分别较年初减少 29.67% 和 47.39% 至 2.73 亿元和 0.25 亿元，主要是公司经营受新冠疫情影响，产品销售及采购规模均有所下降。

2019 年末，该公司非流动资产 33.83 亿元，较上年末减少 6.50%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、商誉、无形资产、长期待摊费用及递延所得税资产构成，年末余额分别为 11.88 亿元、3.95 亿元、4.19 亿元、1.36 亿元、6.25 亿元、4.00 亿元、1.44 亿元和 0.70 亿元。其中长期股权投资较上年末增加 5.32 亿元，主要是朗姿韩亚资管不纳入合并范围，改按权益法核算新增账面价值 6.34 亿元，此外公司所持 L&P 股权经减值测试计提 1.18 亿元减值准备；投资性房地产较上年末减少 17.32%，主要是部分房屋建筑物及土地使用权转回固定资产所致，公司投资性房地产主要为阿卡邦土地和建筑物，年末余额 3.04 亿元；固定资产和在建工程分别较上年末增长 6.16% 和 37.49%，其中在建工程主要是物流新项目建设，跟踪期内该项目持续推进，年末余额 1.22 亿元，占比 90.07%；无形资产主要是土地使用权和专利权等，余额较上年末变化不大；公司长期待摊费用主要是门店装修费，较上年末变化不大；递延所得税资产较上年末减少 41.42%，主要是阿卡邦前期确认的递延所得税资产本期转回所致；商誉较上年末增长 13.80%，主要是收购西安美立方所致。公司商誉基本为收购医美业务形成，2020 年初新冠疫情导致公司医美业务受到一定冲击，被并购企业短期经营压力加大，公司面临的商誉减值风险增加。2020 年 3 月末，公司非流动资产 33.47 亿元，较年初变化不大。

图表 32. 2019 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
西安美立方医疗美容医院有限公司	7,433.23	-	7,433.23
宝鸡高一生医疗美容门诊部有限公司	152.46	-	152.46
合计	6,6867.18	4,322.41	62,544.77

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2019 年末，该公司受限资产账面价值合计 6.40 亿元，包括固定资产及韩

国阿卡邦土地和建筑物¹³，用于银行借款抵押，受限金额较上年末减少 0.78 亿元。

图表 33. 2019 年末公司受限资产构成情况（亿元）

项目	金额	受限原因
固定资产	2.84	银行借款抵押
韩国阿卡邦土地和建筑物受限	3.56	银行借款抵押
合计	6.40	-

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 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	297.43	181.95	72.54	154.32	177.34	176.72
速动比率（%）	188.72	117.24	45.44	113.15	80.58	88.58
现金比率（%）	78.17	27.87	7.00	10.90	33.22	51.90

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2019 年，受资管业务变动影响，该公司流动资产及流动负债结构变化较大，对流动性指标产生不同程度影响，且公司存货占流动资产比重较高，流动比率和速动比率差异明显。2019 年末公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 177.34%、80.58%和 33.22%。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司子公司四川米兰因工程施工合同纠纷导致存在诉讼事项，目前案件尚未结案¹⁴。

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。公司本部承担了一定的债务压力（18 朗姿 01），但货币资金存量少，面临一定的偿债压力。2019 年末，母公司资产总额 36.35 亿元，主要由长期股权投资、存货和固定资产构成，余额分别为 20.84 亿元、4.36 亿元和 2.38 亿元。母公司货币资金仅 0.07 亿元，存量不足；同期末负债总额 9.81 亿元，主要包括其他应付款和应付债券，余额分别为 4.64 亿元和 4.21 亿元。2019 年，母公司实现营业收入 12.84 亿元，净利润 2.78 亿元；同期经营活动产生的现金流量净额 8.26 亿元。

¹³ 包括无形资产和投资性房地产科目。

¹⁴ 详见图表 21 脚注。

外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司银行授信来自中国银行、韩亚银行（韩国、香港）及企业银行（韩国），总授信额度 4.52 亿元，利率区间 2.35%-3.22%，公司已使用了 3.57 亿元，尚余 0.95 亿元使用空间。

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。

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，以下简称“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”，并于 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（简称“引战”）方式增资扩股约 40% 股权。深圳高新投引入深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“远致富海三号”）、深圳市海能达投资有限公司及恒大企业集团有限公司三家战略投资者，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）。2016 年末，深圳高新投注册资本增至 48.52

亿元。2017年12月，深圳高新投股东深圳投控、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和远致富海三号合计向深圳高新投增资40.00亿元（其中24.25亿元计入注册资本，15.75亿元计入资本公积），注册资本增至72.77亿元，其中深圳投控持股比例为41.80%，仍为深圳高新投控股股东。2018年10月，深圳高新投将资本公积中的15.75亿元转增股本，注册资本增至88.52亿元。2018年12月，深圳市启动“四个千亿”计划支持区域内民营企业经营发展，深圳高新投及深圳市中小企业融资担保集团有限公司成为该计划的实施主力单位。在此背景下，2019年底，深圳高新投再获深圳市平稳发展基金增资50亿元，目前增资款已经到位，待增资协议签署完成后将进行工商变更，增资后资本实力将进一步增强。

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，经营范围包括：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，资金管理咨询、典当、小额贷款等为辅的经营格局。

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，所有者权益为117.87亿元，其中归属于母公司所有者权益为117.79亿元；当年实现营业收入20.85亿元¹⁵，其中担保业务收入8.24亿元，资金管理业务收入8.25亿元，实现净利润11.33亿元。

截至2019年9月末，深圳高新投未经审计的合并口径资产总额为236.06亿元，所有者权益为144.52亿元，其中归属于母公司所有者权益为124.41亿元；当期实现营业收入19.29亿元，其中担保业务收入7.31亿元，资金管理业务收入8.72亿元，实现净利润10.26亿元。

整体来看，深圳高新投提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

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。

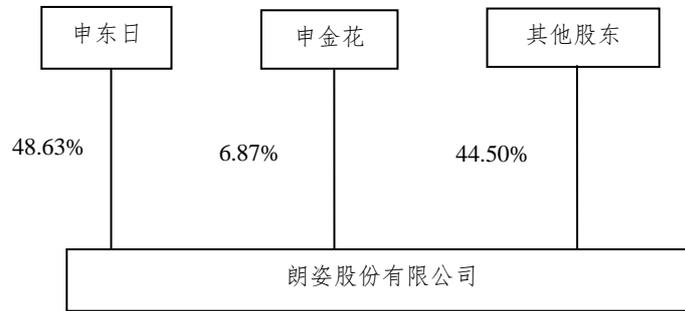
跟踪期内，该公司女装业务铺设门店较多，带动收入保持增长，同时也导致存货和费用相应上升；阿卡邦国内销售渠道尚未搭建完毕，收入主要来自韩国，仍未实现盈利，一定程度上拖累公司整体经营业绩；医美业务因新增医疗机构及并表范围扩大，业绩增幅明显；资管业务因控制权出售不再纳入合并范围，为公司贡献的利润减少。2020年初受新冠疫情影响，公司线下业务下滑，第一季度经营业绩由盈转亏，经营压力加大。

¹⁵ 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。

跟踪期内，朗姿韩亚资管不再纳入该公司合并范围，财务数据变化较大；具体表现为公司债务规模大幅减少，财务杠杆明显下降；同时债务期限结构有所改善，短期债务偿付压力得以缓解。现阶段，公司负债经营程度较低，经营性现金流持续净流入，可为即期债务偿付提供缓冲。但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：

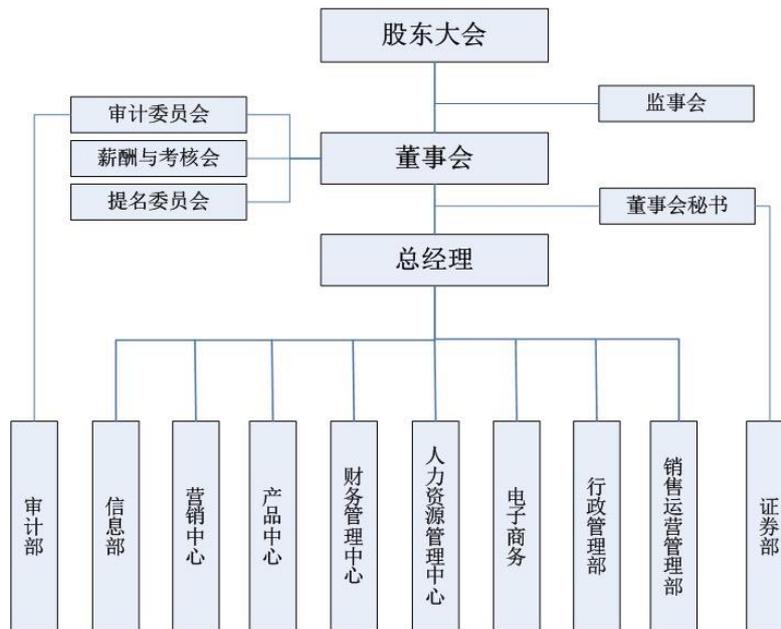
公司与实际控制人关系图



注：根据朗姿股份提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额 ¹⁶	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
朗姿股份有限公司	朗姿股份	本级	—	女装	4.20	26.54	12.84	2.78	8.26	
朗姿医疗管理有限公司	朗姿医疗	医美子公司	100.00	医美	-	7.98	6.33	0.87	1.28	
株式会社阿卡邦	阿卡邦	婴童子公司	26.53	婴童	0.19	8.02	7.96	-0.87	-0.21	

注：根据朗姿股份 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁶ 2019 年末，子公司朗姿时尚（香港）有限公司短期银行借款余额 3.13 亿元。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
资产总额 [亿元]	69.38	72.82	52.99	52.50
货币资金 [亿元]	2.06	2.58	0.94	1.66
刚性债务[亿元]	25.51	22.96	8.03	7.57
所有者权益 [亿元]	37.69	42.84	36.86	36.65
营业收入[亿元]	23.53	26.62	30.07	5.87
净利润 [亿元]	1.93	2.04	0.41	-0.22
EBITDA[亿元]	3.46	4.88	3.25	—
经营性现金净流量[亿元]	1.29	0.54	5.97	2.09
投资性现金净流量[亿元]	-23.57	1.40	7.87	-1.25
资产负债率[%]	45.68	41.17	30.44	30.19
权益资本与刚性债务比率[%]	147.75	186.60	458.84	484.04
流动比率[%]	72.54	154.32	177.34	176.72
现金比率[%]	7.00	10.90	33.22	51.90
利息保障倍数[倍]	4.65	2.31	2.41	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	27.31	333.96	328.87	—
毛利率[%]	57.35	57.95	58.24	53.70
营业利润率[%]	9.51	9.00	5.19	-4.15
总资产报酬率[%]	4.94	5.64	3.84	—
净资产收益率[%]	5.51	5.07	1.02	—
净资产收益率*[%]	7.30	7.71	2.04	—
营业收入现金率[%]	106.03	107.96	103.24	135.57
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	6.46	2.04	34.55	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-102.36	6.31	60.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.72	2.81	3.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.21	—

注：表中数据依据胡安股份经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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：

深圳高新投主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2016年	2017年	2018年	2019年前三季度
实收资本(亿元)	48.52	72.77	88.52	88.52
股东权益(亿元)	65.59	111.96	117.87	144.52
总资产(亿元)	78.94	134.7	205.27	236.06
货币资金(亿元)	10.38	30.14	22.03	19.52
风险准备金(亿元)	3.74	4.25	4.97	5.49
营业收入(亿元)	11.01	15.05	20.85	19.29
营业利润(亿元)	9.52	11.1	15.21	13.57
净利润(亿元)	7.09	8.35	11.33	10.26
平均资本回报率(%)	10.94	9.4	9.86	-
融资担保风险准备金充足率(%)	4.46	5.19	8.37	7.10
担保放大倍数(倍)	17.83	8.73	11.38	10.65
担保发生额(亿元)	345.18	491.38	704.7	965.61
期末在保责任余额(亿元)	480.8	583.14	1092.39	1531.63
银行贷款担保累计担保代偿率(%)	1.04	0.81	0.51	0.58
保证担保累计担保代偿率(%)	0.04	0.03	0.04	0.03
金融产品担保累计担保代偿率(%)	-	-	-	-
银行贷款担保累计代偿回收率(%)	29.85	28.9	58.51	61.11
保证担保累计代偿回收率(%)	22.08	13.09	19.04	19.90
金融产品担保累计担保代偿率(%)	-	-	-	-

注 1：根据深圳高新投经审计的 2016-2018 年和未经审计的 2019 年前三季度财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数由深圳高新投计算并提供。

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。

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。