

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(2022)100461】

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/2022 年 6 月 21 日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2021 年 6 月 22 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	0.07	0.75	0.85	0.18
刚性债务	4.20	4.62	7.99	8.19
所有者权益	26.54	27.86	26.96	26.69
经营性现金净流入量	8.26	0.88	3.71	0.89
合并口径数据及指标:				
总资产	52.99	51.54	68.51	66.02
总负债	16.13	15.57	32.32	29.59
刚性债务	8.03	5.57	11.76	11.79
所有者权益	36.86	35.97	36.19	36.43
营业收入	30.07	28.76	36.65	8.94
净利润	0.41	1.36	2.26	-0.10
经营性现金净流入量	5.97	3.79	4.71	0.76
EBITDA	3.25	2.58	3.57	-
资产负债率[%]	30.44	30.21	47.18	44.82
权益资本与刚性债务 比率[%]	458.84	645.62	307.69	308.97
流动比率[%]	177.34	189.01	104.70	101.12
现金比率[%]	33.22	49.90	31.46	21.15
利息保障倍数[倍]	2.41	4.37	4.23	-
净资产收益率[%]	1.02	3.73	6.25	-
经营性现金净流入量与流动 负债比率[%]	34.55	35.98	30.52	-
非筹资性现金净流入量与负 债总额比率[%]	60.00	30.65	-15.90	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.24	6.31	6.08	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.38	0.41	-
担保人数据(合并口径):				
股东权益	215.58	221.06	230.56	-
风险准备金	6.07	7.01	11.36	-
平均资本回报率	6.92	5.50	5.24	-

注:根据朗姿股份经审计的 2019~2021 年财务数据整理、计算,2022 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 2019~2021 年财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxsj.com
翁斯喆 wsz@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 2021 年以来朗姿股份在女装行业地位、医美业务、绿色婴童收入增长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、存货跌价等方面继续面临压力,同时跟踪期内因大幅增加短期刚性债务用于增加投资和扩大规模,需关注即期偿债压力和投资风险。

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。
- **医疗美容业务收入和利润增长较快。**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继续较快发展,收入和利润增长较快。
- **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:

- **纺织服装业务经营压力较大。**跟踪期内,纺织服装行业景气度欠佳,细分女装市场消费群体较为趋同,竞争持续加剧。此外 2022 年第一季度公司线下业务受到疫情影响,女装和婴童收入有所下降。
- **期间费用负担较重。**跟踪期内,朗姿股份期间费用仍处于较大规模,扣除费用后盈利水平较低。

- **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，积累了较大规模商誉，在经济下行、行业监管趋严及疫情影响仍未消除的外部环境下，公司后续面临一定的并购整合压力和商誉减值风险。
- **投资风险。**朗姿股份持有朗姿韩亚资管等股权投资，跟踪期内继续增加对医美基金的投资，投资规模较大，如投资对象业绩不及预期将面临投资风险。
- **短期刚性债务大幅增长。**随着医美等业务规模扩大及投资资金需求上升，跟踪期内朗姿股份短期刚性债务大幅增长，资产负债率显著上升，存在债务期限错配风险，需关注公司即期偿债压力变化。
- **存货跌价风险。**跟踪期内，朗姿股份因女装、婴童门店扩张、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。

➤ 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 2021 年财务报表及相关经营数据、未经审计的 2022 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

2022 年第一季度,全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻,受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响,全球经济恢复节奏放缓,我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击,经济发展存在较大压力。短期内,宏观政策将主要围绕“稳增长”开展,实现年度增长目标任务任重道远;从中长期看,在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上,贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性,我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体经济增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资在基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下

增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

A. 纺织服装行业

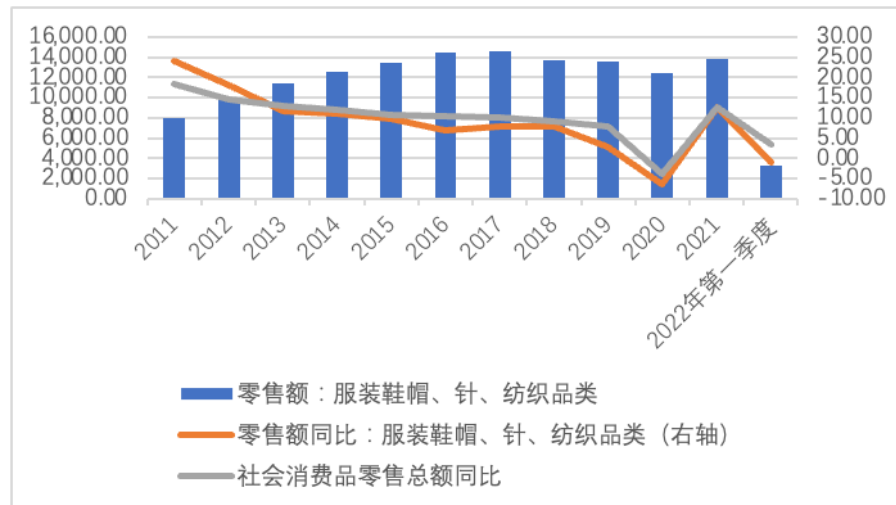
纺织服装行业存在较强的行业周期性，近年来受宏观经济增速下行、终端需求不振及生产成本上涨的不利影响，我国纺织服装行业产销增速放缓，持续处于低盈利状态；2020年受新冠疫情影响，线下消费市场短期受冲击较大，纺织服装企业业绩进一步承压。2021年以来纺织服装内销因疫情影响减小，外销因东南亚疫情反复导致订单回流均较上年回升，但在终端消费需求偏弱的状态下，预计后续销售压力仍较大。目前，海外疫情管控已逐步放开，东南亚等地区订单增加，而我国疫情管控仍较严格，后续我国出口竞争压力仍较大。

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。近年来在宏观经济增速放缓、行业结构性产能过剩、库存积压的背景下，纺织服装行业规模以上工业企业收入增速持续回落，2019年出现负增长，2020年受新冠疫情影响，线下消费市场受冲击较大，纺织服装企业业绩进一步承压。2020年，纺织服装、服饰业营业收入为13697.30亿元，同比下降11.30%，利润总额为640.40亿元，同比下降21.30%。随着国内疫情得到控制，2021年以来行业有所回暖，基于上年同期低基数而呈现一定增长，全年纺织服装、服饰业营业收入为14823.40亿元，同比增长8.20%，利润总额为767.80亿元，同比增长19.90%。2022年以来由于疫情反复，部分企业停工停产，市场需求下降，纺织服装行业收入增速较上年同期有所减缓，第一季度纺织服装、服饰业营业收入为3276.20亿元，同比增长9.30%，利润总额为133.80亿元，同比增长10.90%。

内销方面，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，但2013-2020年行业销售增速均低于社会消费品零售总额，自2020年第四季度销售开始改善，2021年增速超过社会消费品零售总额。2020年受疫情影响，我国限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额为12364.60亿元，同比下降6.60%。2021年上半年服装零售复苏速度加快，主要因国内疫情影响减弱，而上年同期基数较低，此外新疆棉等地缘政治因素对国产品牌销售形成一定正向刺激。但自2021年第三季度开始增速回落，后出现下滑，主要因局部疫情反复、自然灾害影响及上年同期消费反弹造成基数较高。2021年限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品零售额为13842.50亿元，同比增长

12.70%。2022 年第一季度由于疫情反弹，限额以上单位服装鞋帽、针、纺织品类零售额为 3285.00 亿元，同比下降 0.89%。

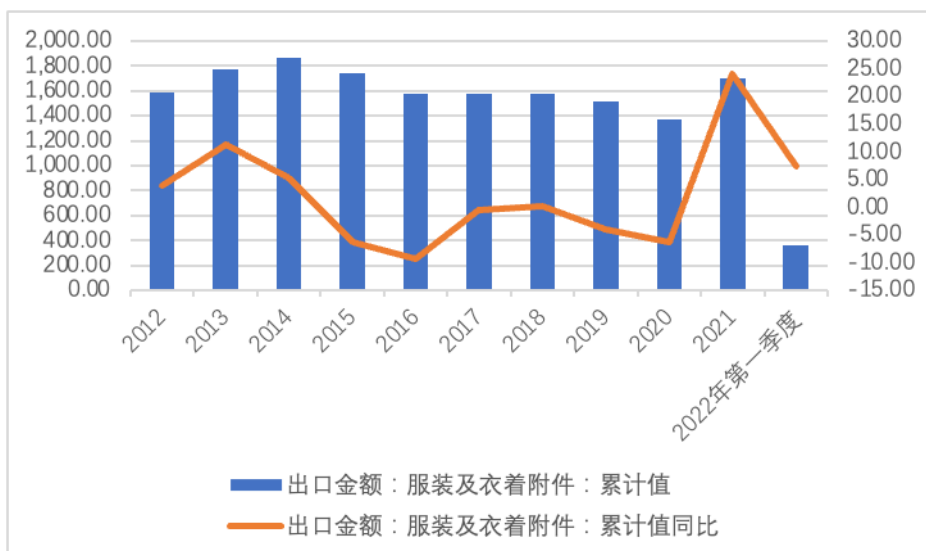
图表 2. 全国服装鞋帽、针纺织品类零售情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

出口方面，近年来受汇率波动、成本上涨、来自东南亚地区的竞争家具等影响，我国服装出口承压。2021 年，海外需求逐步恢复，同时因东南亚等地疫情反复，国际订单向国内转移，出口快速增长，2021 年，出口金额为 1702.63 亿美元，同比增长 24.00%。2022 年第一季度，服装及衣着附件出口金额为 356.85 亿美元，同比增长 7.40%，增速减缓，目前，海外疫情管控已逐步放开，东南亚等地区订单增加，而我国疫情管控仍较严格，后续我国出口竞争压力仍较大。

图表 3. 服装行业出口情况（单位：亿美元，%）



资料来源：Wind

竞争格局方面，服装行业处于纺织服装行业的下游，相关产品直接面向商业流通领域，消费品属性更强。但我国服装行业整体上自主设计和创新能

力较弱、产业信息化程度较低、供应链整合能力偏弱，造成大多数企业仍处于加工制造环节，难以分享价值链中的高附加值业务，行业竞争仍呈现单一化特征，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，竞争较为激烈。

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。

图表 4. 2021 年女装行业核心样本企业数据概览（单位：亿元）

女装行业上市公司名称	核心经营指标（合并口径）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	存货周转率	应收账款周转率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
朗姿股份（002612.SZ）	36.65	57.01	1.58	13.18	68.51	47.18	2.26	4.71
拉夏贝尔（603157.SH）	4.30	49.00	0.88	2.39	24.07	162.72	-8.23	0.38
日播时尚（603196.SH）	10.25	57.63	1.78	24.57	12.03	28.93	0.81	0.98
歌力思（603808.SH）	23.63	67.02	7.86	5.50	45.08	34.96	3.33	3.00
安正时尚（603839.SH）	30.78	47.11	1.48	10.00	39.17	25.78	0.73	5.40

资料来源：Wind、新世纪评级整理

根据近年纺织服装行业相关规划，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。2021 年，《纺织行业“十四五”发展纲要》和《中国服装行业“十四五”发展指导意见和 2035 年远景目标》相继出台。《中国服装行业“十四五”发展指导意见和 2035 年远景目标》从行业增长、科技创新、品牌发展和可持续发展方面提出目标，同时提出加快培育内需市场，提升国内外竞争力，促进国际国内双循环。《纺织行业“十四五”发展纲要》从行业发展、产业结构调整、科技创新发展、品牌时尚建设、绿色发展及增进民生福祉方面提出目标。规划均以推进创新、高质量及可持续发展，促进品牌建设，发展高端智能制造，提高竞争力，拓展国内国际市场作为发展重点。

图表 5. 近年来国家对纺织服装行业出台的相关政策情况

政策类型	发布单位及时间	文件/政策名称	主要内容
行业规划	工信部 2016.9	《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》	“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持在 6%-7%；纺织品服装出口占全球市场份额保持基本稳定；纺织工业增长方式从规模速度型向质量效益型转变；大中型企业研究与试验发展经费支出占主营业务收入比重达到 1%；服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 40:27:33 等。
	中国纺织工业联合会 2021.6	《纺织行业“十四五”发展纲要》	“十四五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增长保持在合理区间；纺织行业纤维加工总量、纺织品服装出口占全球份额保持基本稳定；纺织工业利润率保持良好水平。服装、家纺、产业用三大类终端产品纤维消费量比例达到 38:27:35。规模以上纺织企业研究与试验发展经费支出占营业收入比重达到 1.3%。纤维新材料创新水平持续提升，高性能纤维自给率达到 60% 以上。百亿以上品牌价值企业数超过 40 家。能源和水资源利用效率进一步提升，单位工业增加值能源消耗、二氧化碳排放量分别降低 13.5% 和 18%，印

政策类型	发布单位及时间	文件/政策名称	主要内容
			染行业水重复利用率提高到 45% 以上。生物可降解材料和绿色纤维(包括生物基、循环再利用和原液着色化学纤维)产量年均增长 10% 以上, 循环再利用纤维年加工量占纤维加工总量的比重达 15%。
	中国服装协会 2021.10	《中国服装行业“十四五”发展指导意见和 2035 年远景目标》	“十四五”期间, 规模以上服装企业工业增加值保持稳定增长, 服装出口占全球市场份额保持基本稳定, 服装行业增长方式加速从规模速度型向质量效益型转变。服装行业规模以上企业研究与试验发展 (R&D) 经费投入强度达到 1%, 每万人有效发明专利拥有量达到 25 件, 各大品类智能生产线建设不少于 10 条。打造一批市场认可度高、美誉度好的知名品牌, 重点培育 3-5 个具有全球时尚话语权的国际品牌, 培育千亿级以上品牌价值产业集群。重点形成服装产业绿色制造体系, 突破一批废旧服装回收利用关键共性技术, 提升服装纤维循环利用水平。
环保政策	国务院 2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	提出强化环境硬约束推动淘汰落后和过剩产能, 促进传统制造业升级改造, 推动包括印染行业在内的十五个重点行业治污减排。
	全国人大常委会 2016.12	《中华人民共和国环境保护税法》	从 2018 年 1 月 1 日起, 企业将按照污染排放量征税, 大气污染物每污染当量收税 1.2-12 元, 水污染物每污染当量收取 1.4-14 元。
税收政策	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%

资料来源: Wind

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。

B. 医疗美容行业

医疗美容行业作为医疗服务领域的分支, 随着经济条件改善、人民生活水平不断提高, 逐步成为消费热点, 市场规模不断扩大, 呈现出快速发展的趋势。但我国医美行业尚处于起步阶段, 行业集中度及服务体系尚有待提高和完善。此外, 近年来由于医美终端机构存在渠道和营销乱象、信息不对称和高溢价等问题, 行业监管逐步趋严。

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。目前我国具备医疗美容资质的机构约 13,000 家, 医美机构中 70%-75% 为中小型, 大体量机构较少, 约占 6%-12%, 多集中于一线城市。根据智研咨询数据, 2021 年我国医疗美容市场规模达 2643.00 亿元, 增速 15.10%, 其中手术类医美市场占 50.80%, 非手术类医美市场占 49.20%; 预测 2023 年中国医美市场用户将达到 2354 万人, 医美市场规模将超过 3000 亿元。

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。2021年5月，国家卫生健康委、中央网信办和公安部等八部门联合印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》以及国家药监局综合司《关于进一步加强可用于医疗美容的医疗器械监管的通知》在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。2022年3月24日，国家药监局发布新修订的《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》、《禁止委托生产医疗器械目录》和《医疗器械委托生产质量协议编制指南》等三个规范性文件，提高医疗器械的生产环节的质量，强化产品质量安全主体责任的落实。其中《禁止委托生产医疗器械目录》对分类目录做出了修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填充物三种器械。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。

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已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2021年末公司已拥有28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；（5）行业竞争日益激烈。

2. 业务运营

2021 年该公司营业收入整体回升，其中女装业务由于疫情好转，收入上升；绿色婴童业务由于韩国市场优化渠道和线上业务的快速增长，拉动其收入上升；医美业务因新增医疗机构及相关医疗机构逐步培育成熟，收入持续增长。2022 年第一季度，由于新冠疫情反复和汇率因素，公司女装和绿色婴童业务收入有所下降。受持续增加医美机构影响及业务宣传需要，公司期间费用率持续较高。公司对外投资规模较大，跟踪期内新增对医美基金的投资，关注投资风险。

跟踪期内该公司主业仍包括中高端女装、绿色婴童和医疗美容业务。2021 年公司实现营业收入 36.65 亿元，较上年上升 27.42%，主要由于疫情好转，高端女装和绿色婴童业务收入分别较上年上升 27.89% 和 20.00%，医美业务由于新增医疗机构及相关医疗机构逐步培育成熟，收入持续增长；当年公司毛利率为 57.01%，较上年增加 2.86 个百分点，其中高端女装毛利率较上年增加 7.43 个百分点，主要系公司优化物料采购成本，同时限制商品折扣所致；同期医疗美容业务毛利率较上年下降 2.51 个百分点，主要系毛利率较低的非手术类业务收入占比上升所致。自 2020 年开始，医美业务收入超过绿色婴童业务，成为公司重要的收入、利润增长点。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 8.94 亿元，较上年同期变化较小，其中，因东北及江浙沪地区疫情反复，对中高端女装线下门店销售以及物流方面造成一定影响，使得该业务收入较上年同期下降 3.94%，绿色婴童业务收入较上年同期减少了 13.42%，主要由于当期韩元兑人民币的汇率低于上年同期，以及因美国经济通胀和国际订单竞标未成功，导致与美国和东南亚的贸易业务量下降所致。当期，公司毛利率为 58.29%，较上年同期变化较小。

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	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
营业收入合计	30.07	28.76	36.65	8.94	8.92
其中：主营业务收入（亿元）	29.34	28.15	36.28	8.80	8.81
在营业收入中所占比重（%）	97.57	97.88	98.99	98.72	98.77

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
其中：(1) 中高端女装	15.12	13.23	16.92	3.90	4.06
在核心业务收入中所占比重 (%)	51.53	47.00	46.15	44.32	46.08
(2) 绿色婴童	7.55	6.80	8.16	1.87	2.16
在核心业务收入中所占比重 (%)	25.73	24.16	22.27	21.23	24.52
(3) 医疗美容	6.28	8.12	11.20	3.03	2.59
在核心业务收入中所占比重 (%)	21.40	28.85	30.56	34.45	29.40
毛利率 (%)	58.24	54.15	57.01	58.29	53.47
其中：中高端女装 (%)	59.90	53.65	61.08	63.36	56.71
绿色婴童 (%)	52.18	54.74	55.67	62.73	49.44
医疗美容 (%)	57.74	54.34	51.83	48.95	50.91

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。2021 年公司女装业务收入 16.92 亿元，较上年上升 27.89%；毛利率 61.08%，同比增加 7.43 个百分点。2021 年公司女装业务收入上升主要系由于上年同期受疫情影响基数较低，2021 年疫情有所缓解，收入有所上升；从品牌收入来看，主品牌朗姿为公司主要收入来源，2021 年占女装收入比重为 72.66%，公司其他女装品牌收入仍较小。

图表 8. 公司女装品牌收入及占比情况 (单位：亿元、%)

品牌	2019 年		2020 年		2021 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 ¹	10.87	71.91	8.71	65.82	12.29	72.66
	莱茵	2.88	19.03	3.04	22.96	3.06	18.10
	玛丽	0.02	0.15	0.01	0.05	--	--
代理品牌	FABIAN A FILIPPI	0.08	0.53	--	--	--	--
	朵儿	0.01	0.05	--	--	--	--
	莫佐	0.80	5.28	0.79	5.96	0.95	5.63
	吉高特	0.15	0.98	0.19	1.41	0.14	0.83
品牌收购	子苞米	0.31	2.07	0.50	3.80	0.44	2.59
合计		15.12	100.00	13.23	100.00	16.83	99.53

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，2021 年三种生产模式的占比分别为 8.58%、23.99% 和 67.43%，其中委托加工比重同比上升 6.41 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。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

¹ 朗姿包括 LANCY (朗姿)、LANCY FROM25 (悦朗姿)、俪雅和 LANCY PINK 等品牌。

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²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 9. 公司生产模式明细 (单位:万元、%)

生产类型	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自制生产	7,464.73	11.46	6,519.20	13.68	6577.37	8.58
委托加工	12,430.2	19.09	8,375.55	17.58	18385.01	23.99
定制生产	45,222.02	69.45	32,748.03	68.74	51666.29	67.43
合计	65,116.94	100.00	47,642.78	100.00	76628.67	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，2021年公司从前五大供应商合计采购金额 14.77 亿元，占采购总额的 10.36%，采购集中度依然不高。

销售渠道方面，该公司仍主要通过线下门店和线上电商平台进行销售，其中电商平台主要为开设的天猫旗舰店、唯品会和抖音等进行的推广销售。公司的销售模式分为自营和经销两种，2021年收入占比分别为 85.84%和 14.16%，其中自营收入占比下降约 5.24 个百分点，主要系当年自营店铺数量减少，经销店铺数量增多所致。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品牌经营权后，经销商自行负责店铺的管理。

图表 10. 高端女装经营模式分类 (万元、%)

经营模式	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自营 (包含线上)	126911.70	83.93	120499.52	91.09	145201.74	85.84
经销	24294.03	16.07	11793.86	8.91	23951.84	14.16
合计	151205.73	100.00	132293.38	100.00	169153.61	100.00

资料来源：朗姿股份

从门店数量来看，2021年末该公司共有女装店铺 638 家，其中自营店 447 家（包含线上 22 家），经销店铺 187 家。总店数较上年末增加 30 家，其中自营店铺较上年减少 18 家，经销店铺较上年增加 44 家。此外，“朗姿”、“莱茵”、“莫佐”和“第五季”店铺数分别增加 6 家、21 家、2 家和 3 家，“子苞米”减少 2 家店铺。

² 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。

图表 11. 公司线下终端店铺情况 (单位:家)

品牌	2019 年末			2020 年末			2021 年末		
	自营	经销	合计	自营	经销	合计	自营	经销	合计
朗姿 ³	191	105	296	203	114	317	170	153	323
莱茵	123	26	149	118	28	146	133	34	167
莫佐	27	-	27	24	-	24	26	-	26
第五季 ⁴	73	-	73	78	-	78	81	-	81
吉高特	3	-	3	1	-	1	1	-	1
FABIANA FILIPPI	1	-	1	-	-	-	-	-	-
子苞米	45	-	45	41	1	42	40	-	40
合计	463	131	594	465	143	608	447	187	638

资料来源：朗姿股份

研发方面，该公司服装业务现有北京与韩国首尔 2 个研发设计中心，截至 2021 年末，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、14 项外观设计专利、19 项实用新型专利，跟踪期内公司申请发明专利 6 项，在站博士后 2 名。

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 2021 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。在国内婴童方面，为匹配国内婴童市场的消费需求，公司将主推品牌从阿卡邦调整为 ETTOI 爱多娃（简称“爱多娃”），从而能够充分调动国内设计师的优势。

2021 年，绿色婴童业务销售终端共 547 家⁵，较上年末增加 19 家，其中韩国 515 家，国内 32 家（含 6 个国内线上渠道），线下终端门店拓展至北京、上海、浙江、江苏、四川、陕西和黑龙江等地。现阶段，爱多娃的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，以逐步提高爱多娃品牌在国内知名度和市场竞争力。2021 年，阿卡邦实现营业收入 8.48 亿元，同比上升 15.79%；净利润 0.78 亿元，扭亏为盈，主要系营业收入同比增长，同时成本费用率降低，导致营业利润较 2020 年度有较大幅度的增长；2021 年度营业利润扭亏为盈，递延所得税资产同比大幅增加，导致净利润较营业利润增幅较大。

2022 年第一季度，阿卡邦实现营业收入 1.95 亿元，较上年同期下降 12.56%，主要系由于当期韩元兑人民币汇率低于上年同期，以及因美国经济

³ 朗姿包括 LANCY（朗姿）、LANCY FROM25（悦朗姿）、俪雅和 LANCY PINK 等品牌。

⁴ 第五季为该公司在奥莱开设专门销售过季产品的店铺。

⁵ 2021 年末，销售终端统计口径调整为销售门店，童装店铺多以集合店为主。除爱多娃外，其他品牌均在集合店销售。

通胀和部分国际订单竞标未成功导致与美国和东南亚的贸易业务量下降所致。

图表 12. 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
2019 年	79,585.15	-9,374.19	-8,733.28	52.18%
2020 年	73,259.16	-967.64	-1,163.51	54.74%
2021 年	84,830.52	3886.05	7834.40	56.31%
2022 年第一季度	19,537.40	102.64	-224.99	62.64%
2021 年第一季度	22,342.68	-3,509.30	-3,303.95	49.44%

资料来源：朗姿股份

阿卡邦经营模式包括直营、经销和贸易⁶三种，2021 年收入占比分别为 79.80%、18.30%和 1.91%。

图表 13. 阿卡邦经营模式分类（万元、%）

经营模式	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营	50,263.88	66.60	50453.23	74.22	65117.95	79.80
经销（代销）	21,089.62	27.95	13752.69	20.23	14934.58	18.30
贸易	4,110.05	5.45	3772.43	5.55	1555.62	1.91
合计	75,463.55	100.00	67978.35	100.00	81608.15	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。公司原持有朗姿医疗 58.81%的股权，2019 年公司通过发行股份购买了实控人申东日等其他股东持有的朗姿医疗剩余 41.19%的股权（对应交易价格 3.16 亿元），业绩补偿义务主体申东日承诺，朗姿医疗 2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的净利润分别不低于 5,570 万元、6,810 万元、7,040 万元。2019-2021 年，朗姿医疗实现净利润⁷分别为 6590.69 万元、6701.93 万元和 6519.36 万元，2019-2021 年累计净利润大于累计承诺净利润，未触及业绩补偿的情形。

跟踪期内，朗姿医疗的业务拓展主要包括：（1）出资 0.04 亿元设立成都锦江中新晶肤医疗美容门诊部有限公司，其中朗姿医美持有其 55%的股权；（2）分别出资 0.03 亿元设立成都高新南锦晶肤医疗美容诊所有限公司、长沙市天心区潇湘晶肤医疗美容有限公司、成都高新宁悦晶肤医疗美容诊所有限公司、成都高新欢欣晶肤医疗美容诊所有限公司、成都金牛阅华晶肤医疗美容诊所有限公司和成都武侯紫藤晶肤医疗美容门诊部有限公司，其中朗姿医美均持有上述公司 55%的股权；（3）出资 0.02 亿元购买咸阳美立晶肤医疗美容有限公司 31.66%的股权，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控

⁶ 公司通过出口方式将童装销往东南亚等国家地区，出口港装运完毕即确认收入。

⁷ 按归母净利润和扣除非经常性损益后的净利润孰低的原则。

制；（4）出资 0.04 亿元设立重庆嘉龄晶肤医疗美容诊所有限公司，其中朗姿医美持有其 51% 的股权。

2021 年末该公司医美机构数量为 28 家，较上年末增加 9 家，跟踪期内朗姿医疗收入保持较快增长。2021 年医美业务板块实现营业收入 11.19 亿元，较上年同期增长 37.84%，主要来源于新增医疗机构及相关医疗机构培育成熟，但因 2021 年新增医疗机构处于培育成长期，盈利水平尚不佳，实现归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元，较上年同期下降 9.29%。

朗姿医疗旗下拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”三大医美品牌，其中“米兰柏羽”目前拥有连锁机构 4 家，分布在成都、深圳和西安，其定位为高端综合性医疗整形医院，提供美容外科、美容皮肤科和美容牙科等服务；“晶肤医美”是中国“医学年轻化”连锁品牌，在西安、咸阳、成都、重庆、长沙共拥有 22 家机构，主打激光与微整形类医疗美容服务；“高一生”目前拥有连锁机构 2 家，分布在西安和宝鸡，该品牌是一家集美容外科中心、皮肤美容中心、微整抗衰老中心、美容牙科中性、中医体雕中心为一体的专业医疗美容机构。

图表 14. 截至 2021 年末公司医疗美容业务各品牌机构数量及分布情况

品牌	数量	类型	地区
米兰柏羽	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美	22	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
高一生	2	医院、门诊部	西安、宝鸡
合计	28	-	-

资料来源：朗姿股份

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，2021 年末，公司对医美业务中 15 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。而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 15. 公司主要诊所/医院经营数据情况⁸（单位：万元）

科目	2019 年			2020 年			2021 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	31,119.95	4,242.50	3,525.28	39,333.73	7,475.25	6,041.87	47,379.71	7,840.13	6,295.64
四川晶肤医学美容医院有限公司	5,535.28	995.94	817.88	6,730.83	1,508.57	1,248.66	9,365.36	2,008.61	1,686.77
陕西高一生医疗美容医院有限公司	15,431.61	4,423.16	3,625.89	11,987.83	2,031.13	1,742.28	14,717.86	2,275.94	1,819.16
西安米兰柏羽医疗美容医院有限公司	3,473.48	526.53	434.40	11,233.50	77.43	184.58	13,572.49	322.94	209.07
成都高新米兰柏羽医学美容医院有限	-	-	-	-	-790.05	-672.41	8,049.58	-5,885.57	-4,996.71

⁸ 表格中包含的为公司收入前五名的医美机构。

科目	2019年			2020年			2021年		
	公司								
合计	55,560.32	10,188.13	8,403.45	69,285.89	10,302.33	8,544.98	93,085.00	6,562.05	5,013.93

资料来源：朗姿股份

对外投资

该公司因对外投资产生一定规模的长期股权投资，2021年末余额 9.15 亿元。具体情况如下：

图表 16. 2021 年末公司主要长期股权投资情况（亿元）

联营企业	期初余额	权益法下确认的投资损益	账面余额	减值准备余额
广州若羽臣科技股份有限公司	2.01	0.04	2.03	--
北京朗姿韩亚资产管理有限公司	6.66	0.51	7.00	--

资料来源：朗姿股份

该公司联营企业广州若羽臣信息科技有限公司⁹（简称“若羽臣”）主要经营信息电子技术和贸易等方面业务，公司持有若羽臣 12.33%的股份，2021年，公司对于若羽臣在权益法下确认的投资收益为 0.04 亿元。2021 年末，若羽臣资产总额为 12.37 亿元，负债总额为 1.68 亿元，所有者权益为 10.69 亿元；2021 年营业收入为 12.88 亿元，净利润为 0.29 亿元，经营活动产生现金流量净额-0.93 亿元。

该公司原资管业务运营主体北京朗姿韩亚资产管理有限公司（简称“朗姿韩亚资管”）于 2019 年出表，相关股权转让后，公司持有朗姿韩亚资管股比由 76%变为 29.23%，计入长期股权投资科目核算，2021 年公司对于朗姿韩亚资管在权益法下确认的投资收益 0.51 亿元。朗姿韩亚资管通过参与设立合伙企业进行多项产业投资，股权投资业务专注于新一代信息技术和大健康领域；夹层与信用投资业务聚焦于城市更新与不动产、企业夹层与项目夹层及特殊机会等领域；不动产投资业务的投向主要为商业地产及产业不动产；量化投资业务通过大数据及人工智能模型构建覆盖股票，期货市场的多种量化投资策略。2021 年，朗姿韩亚资管资产总额为 25.62 亿元，所有者权益为 24.05 亿元；2021 年营业收入为 1.55 亿元，净利润为 1.80 亿元，经营性现金净额为 0.29 亿元。

2021 年该公司与朗姿韩亚资管签订《合伙协议》，公司以自有资金作为有限合伙人出资设立六支医美股权并购基金，分别为芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“博辰五号”）、芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“博辰八号”）、芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“博辰九号”）、芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“博辰九号”）、芜湖博辰十号股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“博辰十号”）、成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金合伙企业（有限合

⁹ 该公司于 2015 年 4 月，以 1.10 亿元投资若羽臣，获得若羽臣 20.00% 的股份，随着 2020 年若羽臣成功上市，公司对若羽臣的持股比例稀释至 12.33%。

伙) (简称“成都朗姿武发”)和芜湖博恒一号股权投资合伙企业(有限合伙) (简称“博恒一号”), 主要通过股权投资的形式投资于医疗美容领域及其相关产业的未上市公司股权。六只基金注册规模合计 27.56 亿, 公司在其中认缴 12.25 亿, 截至 2022 年 3 月末已实际出资 7.55 亿, 对于已认缴但未实缴部分, 上市公司不负有强制出资义务。基金已投 12 家国内一线、二线及准二线城市医美领域未上市公司股权, 投入标的金额共计 15.16 亿元。

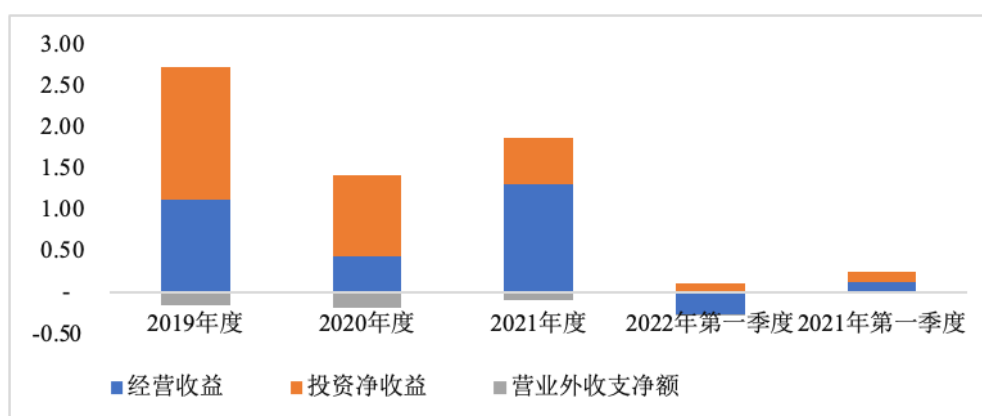
图表 17. 截至 2022 年 3 月末公司基金投资情况 (亿元)

基金名称	公司投资金额	资金来源	基金规模
博辰五号	1.86	自有资金	4.01
博辰八号	1.15	自有资金	2.51
博辰九号	2.36	自有资金	5.01
博辰十号	1.66	自有资金	6.01
成都朗姿武发	0.20	自有资金	5.01
博恒一号	0.32	自有资金	5.01
合计	7.55	-	27.56

资料来源: 朗姿股份

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据朗姿股份所提供数据绘制。

2021 年, 该公司三大主营业务收入均有不同幅度的上升, 当年公司实现营业收入 36.65 亿元, 同比上升 27.42%; 营业毛利为 20.90 亿元, 同比上升 34.15%, 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 49.43%、21.72%和 27.80%。2022 年第一季度, 公司实现营业收入 8.94 亿元, 较上年同期变化较小, 营业毛利为 5.21 亿元, 同比上升 9.22%, 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 47.41%、22.46%和 28.41%。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度	2021 年第一季度
营业收入合计 (亿元)	30.07	28.76	36.65	8.94	8.92
营业毛利 (亿元)	17.51	15.58	20.90	5.21	4.77
其中: 中高端女装	9.06	7.10	10.33	2.47	2.30
绿色婴童	3.94	4.41	4.54	1.17	1.07
医疗美容	3.63	3.72	5.81	1.48	1.32
期间费用率 (%)	53.79	52.04	52.40	57.50	47.72
其中: 财务费用率 (%)	3.52	1.57	1.68	2.38	1.20
全年利息支出总额 (亿元)	1.00	0.41	0.59	-	-
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。

2021 年, 公司期间费用率为 57.50%, 较上年度上升 5.46 个百分点, 销售费用、管理费用为期间费用主要构成, 2021 年分别为 14.63 亿元和 2.84 亿元, 其中销售费用较上年度增长 30.35%, 主要由于当年新开多家医美机构, 加大女装和医美业务宣传力度, 以及租赁费用同比上升等多因素所共同导致; 管理费用同比上升 19.94%, 主要系由于当年职工薪酬及人员差旅费增加所致; 此外, 当年财务费用和研发费用分别为 0.62 亿元和 1.13 亿元, 分别较上年增加 35.99% 和 20.84%, 其中财务费用增加主要系由于当年借款增加, 利息支出相应财务费用上升, 由于研发投入上升, 当年研发费用增加。2022 年第一季度, 公司期间费用率为 57.50%, 较上年同期增加 9.78 个百分点, 主要因 2021 年新增女装店铺和医美机构导致费用持续上升, 同时当期刚性负债大幅增加导致利息支出增多, 财务费用上升, 此外, 当期女装业务研发投入增加, 研发费用亦大幅增长。

图表 20. 2021 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	合计
营业总收入	16.96	11.20	8.49	36.65
营业总成本	6.65	5.39	3.71	15.75
其中: 核心业务成本	6.58	5.39	3.62	15.59
税金及附加	0.17	0.00	0.02	0.19
销售费用	6.88	4.22	3.53	14.63
管理费用	1.15	1.11	0.57	2.84
研发费用	0.88	-	0.25	1.13
财务费用	0.13	0.21	0.00	0.62
期间费用合计	9.04	5.54	4.35	19.22
资产减值损失	-0.04	-	0.04	-
主营利润	1.07	0.27	0.38	1.99
净利率	2.36	1.96	9.55	6.16
毛利率	61.08	51.83	55.67	57.01

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形成一定贡献。2021 年，公司投资收益为 0.57 亿元，同比减少 42.42%，主要系当年理财产品收益减少所致。公司投资收益主要包括权益法核算的长期股权投资收益¹⁰及处置交易性金融资产取得的投资收益分别为 0.53 亿元和 0.03 亿元。此外，2021 年公司获得政府补助 0.10 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。2022 年第一季度，公司投资净收益 0.11 亿元。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析¹¹

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
投资净收益（亿元）	1.60	0.99	0.57	0.11
其中：理财产品（亿元）	0.11	0.11	0.03	0.00
联营企业（亿元）	0.23	0.49	0.53	0.11
投资收益-金融资产（亿元）	1.01	-	-	-
其他收益	0.11	0.17	0.11	0.02
营业外收入（亿元）	0.03	0.03	0.03	0.01
资产减值损失（亿元）	-1.27	0.00	-0.01	-0.27
其中：存货跌价损失（亿元）	-0.12	0.00	-0.01	-0.27
可供出售金融资产/长期股权投资减值损失（亿元）	-1.15	-	-	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2021 年，该公司利润总额及归属于母公司股东的净利润分别为 1.90 亿元及 1.87 亿元，分别同比增加 38.03%和 38.04%；2022 年第一季度，公司利润总额及归属于母公司股东的净利润分别为-0.16 亿元和-0.10 亿元，较上年同期下降，主要系 2021 年新开女装门店及医美机构导致费用增多，叠加疫情影响共同导致其下降。

(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+外延并购模式拓展医美业务规模，重点推进医美业务的发展。

¹⁰ 2021 年，权益法核算的长期股权投资收益主要包括确认若羽臣收益 0.04 亿元，朗姿韩亚资管 0.51 亿元。

¹¹ 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。

管理

该公司系自然人控制的民营上市企业，跟踪期内，公司实际控制人的一致行动人变更，但公司控制权未发生变更。

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）。跟踪期内，公司实际控制人仍为申东日和申金花，其对公司持股比例不变，分别为 47.82%和 6.76%；而原实际控制人之一致行动人申炳云年事已高，因生活安排和资产规划的需要，减持公司 4.49%的股份，减持后不再持有公司股份，不再为实际控制人之一致行动人。同时，新增股东上海烜鼎资产管理有限公司-烜鼎长红七号私募证券投资基金（简称“烜鼎长红七号”）和上海烜鼎资产管理有限公司-烜鼎长红六号私募证券投资基金（简称“烜鼎长红六号”），分别持有公司 1%的股份，均系申金花之一致行动人。截至 2022 年 3 月末，申东日、申金花、一致行动人烜鼎长红七号和烜鼎长红六号合计持有公司 56.58%的股权。此外，公司高管人员方面，2021 年 6 月，董事李春仙女士和副总经理潘林艳女士离任，2021 年 10 月监事王博女士离任；2021 年 6 月赵衡先生被选举为董事，同年 10 月金香女士被选举为监事。

根据该公司 2022 年 5 月 14 日披露的《关于公司控股股东股份解除质押的公告》，申东日先生共持有公司股份 2.11 亿股，占公司总股本 47.82%，累计质押 0.26 亿股，占其所持公司股份的 12.51%。

该公司无关联购销。关联方资金拆借方面，2021 年，公司以利率 4.00%拆入申东日先生 1.80 亿元，公司已于 2021 年末偿还该款项；同年，公司以利率 4.00%拆入申炳云先生 3.00 亿元，计入其他应付款，截至 2022 年 3 月末，公司已偿还该款项。

其他关联交易包括：2021 年该公司与朗姿韩亚资管签订《合伙协议》，公司以自有资金作为有限合伙人出资设立六支医美股权并购基金（见前文对外投资部分）。此外，2021 年 12 月 14 日，朗姿医疗及其作为普通合伙人和执行事务合伙人管理的莘县爱米企业管理咨询合伙企业（有限合伙）（简称“莘县爱米”）、博恒一号、博辰八号与深圳米兰柏羽医疗美容门诊部（简称“深圳米兰”）签订附生效条件的《深圳米兰柏羽医疗美容门诊部增资协议》（简称“《增资协议》”）。根据《增资协议》，各增资主体合计出资 1.50 亿元，认购深圳米兰新增注册资本 0.30 亿元，其余 1.20 亿元计入公司资本公积，其中朗姿医疗出资 0.42 亿元、莘县爱米出资 0.10 亿元、博恒一号出资 0.62 亿元及博辰八号出资 0.36 亿元。本次增资于 2022 年 1 月完成，深圳米兰注册资本变更为 0.40 亿元，朗姿医疗、莘县爱米、博恒一号以及博辰八号分别持有深圳米兰股权比例为 46.00%、5.00%、31.00%和 18.00%。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2022 年 5 月 9 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 22. 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	2022/5/9	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/20	正常	正常	正常	正常
诉讼	公开查询	2022/5/20	无	无	涉及 ¹²	无
工商	公开查询	2022/5/20	无	无	无	无
质量	公开查询	2022/5/20	无	无	无	无
安全	公开查询	2022/5/20	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，随着该公司业务规模的扩大及投资资金需求的增加，公司刚性债务大幅增长，资产负债率提升，且刚性债务中短期刚性债务占比较大，即期偿付压力有所上升。近年来公司经营性现金流持续净流入，可为公司债务偿付提供一定保障。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 2021 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，公司执行财政部于 2018 年修订发布的《企业会计准则第 21 号—租赁》（财会[2018]35 号）（简称“新租赁准则”），公司于 2021 年 1 月 1 日开始实施该准则。公司 2022 年第一季度数据未经审计。

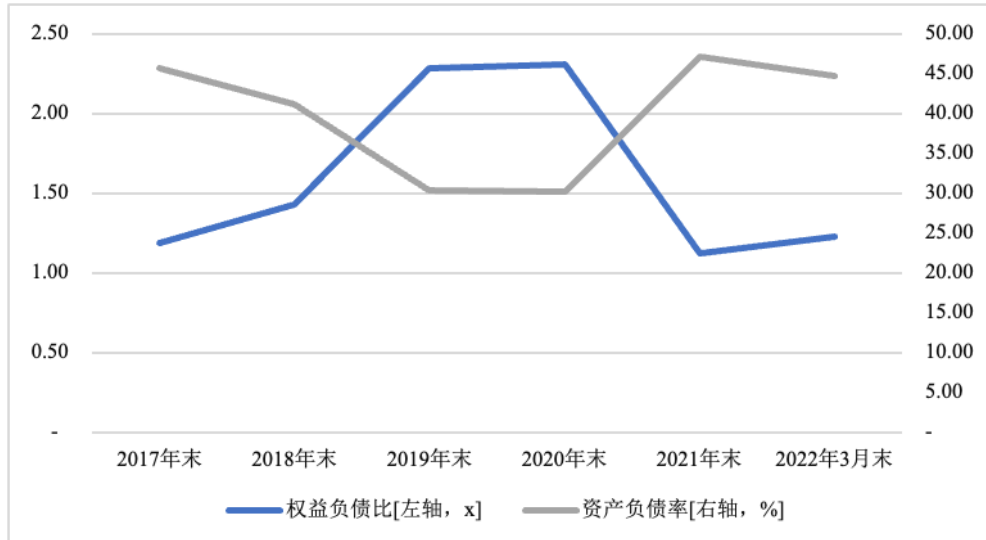
公司执行新租赁准则后，对 2021 年相关项目影响为：在合并财务报表中期初使用权资产科目增加 2.76 亿元，租赁负债科目增加 2.89 亿元，留存收益科目减少 0.13 亿元；母公司财务报表中，期初使用权资产科目增加 0.05 亿元，租赁负债增加 0.05 亿元，留存收益减少 0.004 亿元。

2021 年，该公司因新设、并购新增子公司 15 家。截至 2021 年末公司合并范围内共计子公司 53 家（包括纳入合并的结构化主体 11 家）。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围未发生变更。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据朗姿股份所提供数据绘制。

2021 年末，该公司整体负债规模较上年末增加 16.75 亿元至 32.32 亿元，同年末资产负债率较上年末增加 16.97 个百分点至 47.18%，主要系短期借款和其他应付款增加所致。权益方面，2021 年末股本与上年末持平为 4.42 亿元，资本公积年末余额由上年末的 16.41 亿元下降至 16.19 亿元，主要系公司收购少数股权，支付对价高于享有净资产份额部分，合并调减资本公积所致。2021 年末，公司所有者权益较上年末增加 0.61% 至 36.19 亿元，主要是未分配利润和少数股东权益增加。利润分配方面，2021 年公司现金分红 0.31 亿元，需关注分红情况对公司所有者权益的影响。2022 年 3 月末，公司负债总额为 29.59 亿元，资产负债率为 44.82%，随着其他应付款减少而较上年末有所下降。

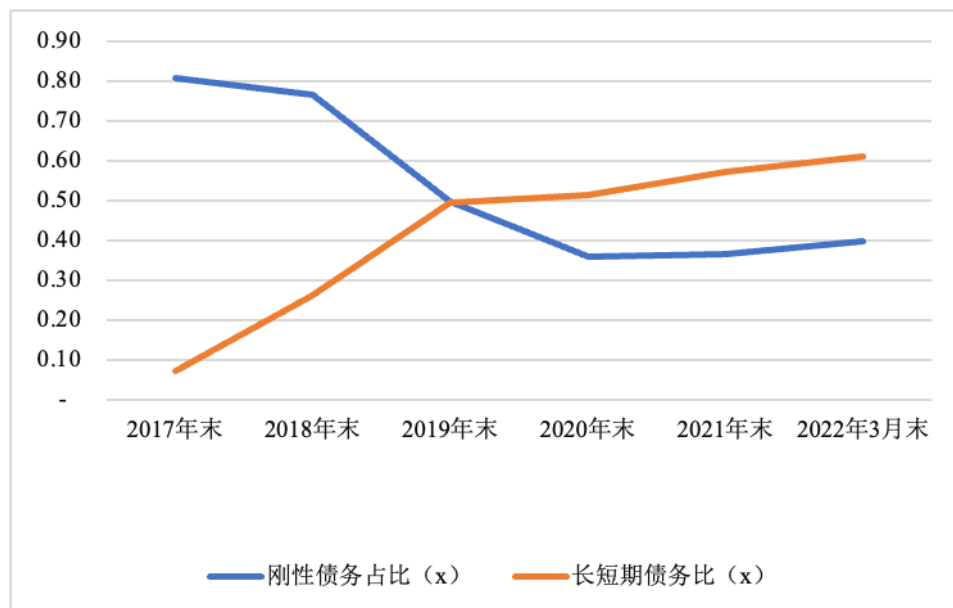
图表 24. 公司近年分红情况

核心债务	2019 年	2020 年	2021 年
现金分红数（亿元）	1.40	1.33	0.31
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	0.59	1.42	1.99
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(%)	238.36	93.45	15.58

资料来源：朗姿股份

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
刚性债务 (亿元)	25.62	22.96	8.03	5.57	11.76	11.79
应付账款 (亿元)	1.22	1.47	1.67	1.70	2.18	2.02
预收款项 (含合同负债) (亿元)	0.77	1.69	2.39	3.39	4.15	5.05
其他应付款 (亿元)	2.03	1.76	2.12	2.43	5.22	2.85
刚性债务占比 (%)	80.49	76.59	49.80	35.78	36.39	39.85
应付账款占比 (%)	3.85	4.91	10.32	10.95	6.75	6.83
预收款项 (含合同负债) 占比 (%)	2.42	5.65	14.80	21.80	12.85	17.08
其他应付款占比 (%)	14.76	6.39	5.88	15.58	16.14	9.64

资料来源：根据朗姿所提供数据绘制。

2021年末该公司长短期债务比为 57.20%，较上年末提升 5.78 个百分点。年末公司流动负债 20.56 亿元，较上年末增加 10.28 亿元，主要系当年短期借款和其他应付款大幅增加所致。流动负债主要包括短期刚性债务、应付账款、预收款项（合同负债）和其他应付款，2021年末分别为 6.79 亿元、2.18 亿元、4.15 亿元和 5.22 亿元。其中，2021年末短期借款较上年末增加 5.24 亿元，主要系当年生产经营投入的资金增多所致，同年末，应付票据为 0.20 亿元，皆为银行承兑汇票；预收款项（含合同负债）较上年末增长 22.37%，主要系公司旗下医美机构预收客户储值款增加所致；应付账款较上年末增加 28.03%，主要系货款和工程款增加所致；其他应付款较上年末增加 115.13%，主要包含实际控制人之父申炳云先生以 4.00% 利率提供关联方借款 3.00 亿元，押金和质保金 1.43 亿元和预提费用 0.54 亿元；此外，同年末其他流动负债较上年末增加 80.68%，主要系当期经销收入增加

导致按经销商合同退货率估计的预计退货款增加所致。2022 年第一季度，公司流动负债 18.38 亿元，较上年末减少 10.59%，主要系偿还关联方申炳云借款 3.00 亿元，导致其他应付款减少所致，此外，其他流动负债较上年末减少 46.83%，主要系计提退换货金额减少所致。

非流动负债方面，2021 年末该公司非流动负债 11.76 亿元，较上年末增加 122.45%。非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成，其中，应付债券年末余额为 4.22 亿元，较上年末变化均不大；同年末，由于首次执行新租赁准则，形成租赁负债 5.76 亿元，主要为医美机构的房租；此外，当年末由于新增银行贷款，长期借款较上年末增加 0.75 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动负债余额 11.21 亿元，较上年末减少 4.71%，主要构成变化不大。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	24.56	17.80	3.75	1.35	6.79	7.03
其中：短期借款	15.40	17.77	3.75	1.35	6.59	6.53
应付票据	-	-	-	-	0.20	0.50
应付短期债券	9.11	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.05	0.03	-	-	-	-
中长期刚性债务合计	1.07	5.16	4.28	4.22	4.97	4.76
其中：长期借款	1.07	0.95	0.07	-	0.75	0.75
应付债券	-	4.20	4.21	4.22	4.22	4.01
综合融资成本（年化，%）	6.23%	5.96%	5.32%	5.89%	4.30%	4.30%

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。

随着该公司医美等业务规模的扩大及投资资金需求的增加，2021 年末，公司刚性债务 11.76 亿元，较上年末增加 6.19 亿元。其中短期刚性债务 6.79 亿元，较上年末增加 5.44 亿元，包括短期借款 6.59 亿元和应付票据 0.20 亿元；中长期刚性债务为应付债券和长期借款，年末余额分别为 4.22 亿元和 0.75 亿元。其中所增加的短期借款和长期借款的主要用于公司生产经营及投资活动。2022 年 3 月末，公司刚性债务 11.79 亿元，变化较小。跟踪期内，公司整体刚性债务规模快速扩大，其中短期刚性债务占比较大，即期偿付压力加大。

该公司银行借款融资成本范围为 0.90%~4.85%，公司债券利率为 7.00%。从期限结构来看，公司刚性债务集中在一年以内和 1~2 年（不含 2 年），短期偿债压力较大。

图表 27. 2022 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)
3%以内	0.29	
3%~4% (不含 4%)	2.86	
4%~5% (不含 5%)	3.87	0.75
5%~6% (不含 6%)		
6%~7% (不含 7%)		
7%及以上		4.01
合计	7.02	4.76

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度
营业周期（天）	321.05	333.96	328.87	309.89	254.61	-
营业收入现金率（%）	106.03	107.96	103.24	110.23	105.44	107.37
业务现金收支净额（亿元）	6.86	8.58	10.39	13.17	14.94	3.55
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.57	-8.04	-4.42	-9.38	-10.24	-2.79
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.29	0.54	5.97	3.79	4.71	0.76
EBITDA（亿元）	3.46	4.88	5.78	2.58	3.28	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.20	0.37	0.38	0.38	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.72	2.81	5.76	6.31	6.08	-

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，2021 年为 254.61 天，较上年同期减少，主要系由于当年回款情况较好，年均应收账款余额较上年同期下降 16.62%，以及营业收入大幅上升 27.42%所致。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。2019-2021 年公司经营活动现金流量净额分别为 5.97 亿元、3.79 亿元和 4.71 亿元，其中 2021 年经营性现金流入量较上年同期有所增加主要系当年女装和医美业务销售现金流入增加以及收回往来款增加所致。2022 年第一季度，公司经营性现金净流量为 0.76 亿元，较上年同期下降 57.55%。

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，2021 年公司利润总额由上年的 1.38 亿元上升至 1.90 亿元，公司 EBITDA 同比增加 27.13%至 3.28 亿元。2021 年公司 EBITDA 对刚性债务保障程度为 0.38 倍与上年持平，同年公司 EBITDA 对利息支出的保障程度为 5.57 倍，较上年

有所下降，主要系当年利息支出有所上升所致，整体水平一般。

(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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-25.61	1.27	2.89	0.49	-6.87	1.15
其中：理财产品投资回收与支付净额	2.81	1.06	-1.20	0.53	1.00	1.65
与主业有关的投资净额	-28.42	0.21	4.09	-0.04	-7.87	-0.50
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	-0.77	-0.94	-0.68	-0.96	-1.63	-0.55
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.81	1.07	5.66	1.53	-0.01	-
投资环节产生的现金流量净额	-23.57	1.40	7.87	1.06	-8.51	0.60

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2019-2021年该公司投资活动现金流量净额分别为7.87亿元、1.06亿元和-8.51亿元，其中2021年与主业有关的投资支出较上年增加7.83亿元，主要系当年新增医美基金投资以及医美固定资产采购支出较多所致。2022年第一季度，公司投资活动现金流量净额为0.60亿元，较上年末增加，主要系由于上年同期公司作为有限合伙人出资设立医美股权并购基金芜湖博辰五号及芜湖博辰八号导致投资性现金流出量较多所致。

(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	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	-	-	-0.19	-0.14	-0.77	0.70
债务类净融资额	19.79	18.68	-15.27	-2.65	4.74	-0.39
其中：现金利息支出	0.60	1.73	2.31	0.88	0.38	0.33
筹资环节产生的现金流量净额	21.31	-1.42	-15.46	-2.79	5.81	-2.24

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2021年公司新增银行贷款较多，筹资性现金流呈净流入状态，2021年公司筹资活动现金流量净额为5.81亿元。2022年第一季度，公司新增银行贷款较上年同期减少，同时筹资活动现金流入量同比减少较多，因而当期筹资性现金净流量净额为-2.24亿元。

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	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	21.45	36.63	19.16	19.43	21.53	18.59
	30.91%	50.31%	36.16%	37.71%	31.42%	28.15%

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
其中：货币资金（亿元）	2.06	2.58	0.94	2.91	4.78	3.85
交易性金融资产（亿元）	-	-	2.65	2.22	1.69	0.04
应收款项（亿元）	3.76	3.62	3.88	2.94	2.54	2.15
其他应收款（亿元）	0.32	0.60	0.73	0.80	0.85	1.01
存货（亿元）	7.85	9.53	9.97	9.30	10.33	10.25
一年内到期的非流动资产（亿元）	-	15.86	-	-	-	-
其他流动资产（亿元）	7.15	4.13	0.51	0.92	0.94	0.65
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	47.93	36.19	33.82	32.10	46.98	47.43
	69.09%	49.69%	63.84%	62.29%	68.58%	71.85%
其中：固定资产（亿元）	3.99	3.95	4.19	4.06	4.06	6.17
在建工程（亿元）	0.85	0.99	1.36	1.73	1.73	0.35
投资性房地产（亿元）	4.30	4.78	3.95	3.86	3.86	0.34
商誉（亿元）	3.71	5.50	6.25	6.27	6.27	6.29
无形资产（亿元）	4.18	3.82	4.00	3.92	3.92	3.66
长期股权投资（亿元）	6.36	6.55	11.88	8.85	8.85	9.25
其他非流动资产（亿元）	21.40	5.17	-	0.14	0.14	0.30
期末全部受限资产账面金额（亿元）	7.31	7.18	6.40	3.39	3.21	2.94
期末抵质押融资余额（亿元）	7.28	7.18	6.40	3.39	3.21	2.94
受限资产账面余额/总资产（%）	10.54	9.85	12.09	6.58	4.69	4.45

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2021年末，公司资产总额68.51亿元，较上年末增加32.93%，主要是货币资金和其他非流动金融资产增加所致。其中流动资产21.53亿元，较上年末增长10.77%。

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、应收账款和存货构成，2021年末分别为4.78亿元、1.69亿元、2.54亿元和10.33亿元。其中货币资金较上年末增长64.13%，主要系理财产品到期赎回和韩国阿卡邦货币资金¹³增加所致；交易性金融资产较上年末下降23.80%，主要为公司购买的保本型理财产品，部分理财产品到期赎回；应收账款较上年末下降13.56%，公司前五名应收账款余额占比18.60%；存货较上年末增加11.08%，主要是女装和童装的库存商品，其中一年以内的库存商品为4.47亿元较上年末增加52.74%，一年以上库存商品为2.10亿元较上年末减少15.38%公司已按账面余额计提跌价准备¹⁴1.29亿元。2022年3月末，公司流动资产18.59亿元，较上年末下降13.65%，其中交易性金融资产较上年末下降97.62%至0.04亿元，主要系当期理财产品到期赎回；货币资金较上年末减少19.44%至3.85亿元，主要系偿还了股东借款所致；其他流动资产较上年末减少30.64%至0.65亿元，主要系当期计提退换货减少；其

¹³ 2021年末，韩国阿卡邦货币资金约为1.68亿元，公司不可调用。

¹⁴ 公司的存货跌价准备的计提标准为1年以内不计提，超过1年后过1季计提10%，最高计提50%。

他构成科目变化不大。

2021年末，该公司非流动资产 46.98 亿元，较上年末增加 46.35%。公司非流动资产主要由固定资产、其他非流动金融资产、使用权资产、投资性房地产、商誉、无形资产和长期股权投资构成。其中固定资产年末余额为 5.88 亿元，较上年末上升 44.63%，主要系当期在建工程和投资性房地产转入以及购置较多电子设备和医疗设备所致；其他非流动金融资产较上年末增加 7.16 亿元，主要系新增医美并购基金的投资支出；由于 2021 年首次执行新租赁准则，新增使用权资产科目，年末，使用权资产为 6.19 亿元，主要为医美机构租赁的房屋及建筑物；长期股权投资年末余额 9.15 亿元，较上年末变化较小，现有长期股权投资主要为对朗姿韩亚资管和若羽臣的投资；投资性房地产较上年末减少 7.65%，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用于出租的阿卡邦土地和建筑物，年末余额 3.56 亿元；无形资产年末余额 3.72 亿元，主要是土地使用权和专利权等，余额较上年末变化不大；商誉年末余额 6.29 亿元，较上年末保持稳定。公司商誉基本为收购医美部分医美机构形成，2021 年末，公司对医美业务中 15 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。而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；此外，在建工程较上年末减少 85.13%，主要系公司生产基地建设项目转固所致。2022 年 3 月末，公司非流动资产 47.43 亿元，较上年末变化较小。

图表 32. 2021 年末公司商誉构成情况（万元）

企业名称	账面原值	累计计提减值准备	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
西安米兰柏羽医疗美容医院有限公司	7,433.24		7,433.24
宝鸡高一生医疗美容门诊部有限公司	152.46		152.46
成都蓉雅晶肤医疗美容门诊部有限公司	165.40		165.40
成都锦江星宏晶肤医疗美容诊所有限公司	16.42		16.42
咸阳美立晶肤医疗美容有限公司	214.96		214.96
合计	67049.02	4,322.41	62941.57

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2022年3月末，该公司受限资产账面价值合计2.94亿元，主要为韩国阿卡邦土地和建筑物¹⁵，用于银行借款抵押。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率(%)	72.54	154.32	177.34	189.01	104.70	101.12
速动比率(%)	45.44	113.15	80.58	95.27	52.48	41.87
现金比率(%)	7.00	10.90	33.22	49.90	31.46	21.15

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

2021年末，由于公司流动负债规模增加较大，流动比率、速动比率及现金分别较上年末下降84.31个百分点、42.79个百分点和18.44个百分点。2021年末公司流动比率、速动比率及现金比率分别为104.70%、52.48%和31.46%。2022年3月末由于公司货币资金和流动资产的减少，流动比率、速动比率和现金比率均有小幅下滑。

6. 表外事项

由于房屋租赁纠纷，该公司与北京合创挑战者教育科技有限公司（被告与反诉原告）诉讼至北京市顺义区人民法院；2020年11月30日，经北京市顺义区人民法院审理并判决公司赔偿北京合创挑战者教育科技有限公司1,015.72万元，公司不服判决，上诉至北京市第三中级人民法院。2021年4月15日，经北京市第三中级人民法院裁定，原判决认定基本事实不清，撤销北京市顺义区人民法院判决并发回重审。综上所述，公司预计诉讼损失690.00万元，公司已经按照预计损失预提了预计负债。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事女装业务的经营，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。2021年末，母公司资产总额47.35亿元，主要由长期股权投资、存货和固定资产构成，余额分别为21.91亿元、4.63亿元和3.92亿元。母公司货币资金仅0.85亿元，存量不足；同期末负债总额20.39亿元，主要包括其他应付款和应付债券，余额分别为11.37亿元和4.22亿元。2021年，母公司实现营业收入13.51亿元，净利润0.43亿元；同期经营活动产生的现金流量净额3.71亿元。

¹⁵ 包括无形资产和投资性房地产科目。

外部支持因素

截至 2022 年 3 月末，该公司银行总授信额度 14.38 亿元，利率区间 0.90%-4.85%，公司已使用了 7.78 亿元，尚余 6.60 亿元使用空间。

图表 34. 来自国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	14.38	7.78	0.9%-4.85%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	2.53	1.83	3.90%-4.00%	-
其中：五大商业银行占比（%）	17.59	23.52	0.90%-4.85%	-

资料来源：根据朗姿股份所提供数据整理。

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

本期债券由深圳市高新投集团有限公司（简称“深圳高新投”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。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。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（以下简称“海能达”）、恒大企业集团有限公司（以下简称“恒大集团”）三家战略投资者，三者合计增资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，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），深圳高新投注册资本增至72.77亿元。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50.00亿元，注册资本增至138.52亿元，资本实力进一步增强。截至2021年月末，深圳高新投注册资本为138.52亿元，其中深圳投控持股比例为31.12%，为其第一大股东。

深圳高新投作为国内最早成立的专业担保机构之一，业务模式较为成熟，形成以银行贷款担保、保证担保、金融产品增信和创业投资业务为主，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化业务结构。2019年以来，受益于本部及子公司的增资扩股，深圳高新投银行贷款担保业务、资金管理业务、金融产品增信和保证担保业务均有所增长，整体业务规模持续扩大。近年来，深圳高新投金融产品增信规模增长主要来源于信托计划担保业务的发展，但受融资担保新规以及互联网金融监管趋严的影响，预计相关业务规模将逐步下降。深圳高新投新增代偿主要集中在银行贷款担保和保证担保业务。目前，深圳高新投单笔担保金额较小，代偿风险相对可控，但随着债券担保业务的发展，客户集中度风险将有所上升。近年来，深圳高新投委托贷款业务规模逐年扩大，随着民营企业融资环境趋紧，委托贷款逾期规模迅速上升，由于委托贷款主要以股票质押作为增信措施，随着股票市场波动加剧，此类资产的回收风险有所上升。深圳高新投还通过“投保联动”模式开展创业投资业务，并尝试合作管理创投基金。得益于早期投资项目的上市，深圳高新投投资收益形成对利润的一定补充。

截至2021年末，深圳高新投经审计的合并口径资产总额为388.48亿元，所有者权益为230.56亿元，其中归属于母公司所有者权益为187.62亿元；当年度实现营业收入28.14亿元，其中担保业务收入11.18亿元，资金管理业务收入16.21亿元，实现净利润11.82亿元。

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

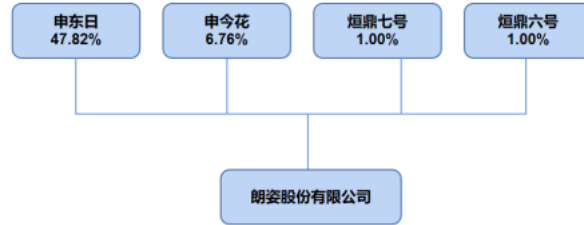
该公司系自然人控制的民营上市企业，跟踪期内，公司实际控制人的一致行动人变更，但公司控制权未发生变更。

2021 年该公司营业收入整体回升，其中女装业务由于疫情好转，收入上升；绿色婴童业务由于韩国市场优化渠道和线上业务的快速增长，拉动其收入上升；医美业务因新增医疗机构及相关医疗机构逐步培育成熟，收入持续增长。2022 年第一季度，由于新冠疫情反复和汇率因素，公司女装和绿色婴童业务收入有所下降。受持续增加医美机构影响及业务宣传需要，公司期间费用率持续较高。公司对外投资规模较大，跟踪期内新增对医美基金的投资，关注投资风险。

跟踪期内，随着该公司业务规模的扩大及投资资金需求的增加，公司刚性债务大幅增长，资产负债率提升，且刚性债务中短期刚性债务占比较大，即期偿付压力有所上升。近年来公司经营性现金流持续净流入，可为公司债务偿付提供一定保障。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。

附录一：

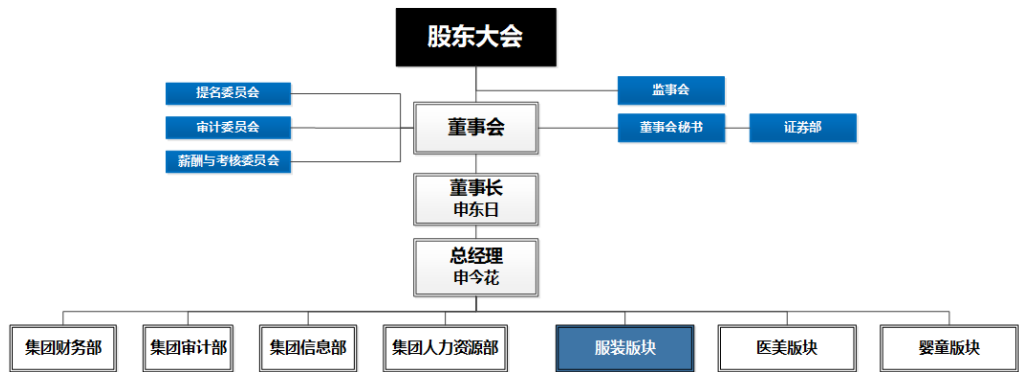
公司与实际控制人关系图



注：根据朗姿股份提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	
朗姿股份有限公司	朗姿股份	本级	—	女装	7.99	26.96	13.51	0.43	3.71	
朗姿医疗管理有限公司	朗姿医疗	医美子公司	100.00	医美	2.15	7.54	11.25	0.26	1.80	
株式会社阿卡邦	阿卡邦	婴童子公司	26.53	婴童	0.69	8.76	8.05	0.31	1.08	

注：根据朗姿股份 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
资产总额 [亿元]	52.99	51.54	68.51	66.02
货币资金 [亿元]	0.94	2.91	4.78	3.85
刚性债务[亿元]	8.03	5.57	11.76	11.79
所有者权益 [亿元]	36.86	35.97	36.19	36.43
营业收入[亿元]	30.07	28.76	36.65	8.94
净利润 [亿元]	0.41	1.36	2.26	-0.10
EBITDA[亿元]	3.25	2.58	3.57	-
经营性现金净流入量[亿元]	5.97	3.79	4.71	0.76
投资性现金净流入量[亿元]	7.87	1.06	-8.51	0.60
资产负债率[%]	30.44	30.21	47.18	44.82
权益资本与刚性债务比率[%]	458.84	645.62	307.69	308.97
流动比率[%]	177.34	189.01	104.70	101.12
现金比率[%]	33.22	49.90	31.46	21.15
利息保障倍数[倍]	4.93	4.37	4.23	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	328.87	309.89	254.61	-
毛利率[%]	58.24	54.15	57.01	58.29
营业利润率[%]	5.19	5.44	5.43	-1.56
总资产报酬率[%]	3.84	3.42	4.15	-
净资产收益率[%]	1.02	3.73	6.25	-
净资产收益率*[%]	2.04	4.57	6.34	-
营业收入现金率[%]	103.24	110.23	105.44	107.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.55	35.98	30.52	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.88	23.93	19.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.24	6.31	6.08	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.38	0.41	-

注：表中数据依据明姿股份经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

深圳高新投主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019年	2020年	2021年
实收资本（亿元）	121.12	138.52	138.52
股东权益（亿元）	215.58	221.06	230.56
总资产（亿元）	319.36	336.67	388.48
货币资金（亿元）	23.46	33.66	43.65
风险准备金（亿元）	6.07	7.01	11.36
营业收入（亿元）	27.87	27.82	28.14
营业利润（亿元）	15.62	16.09	17.24
净利润（亿元）	11.53	12.01	11.82
平均资本回报率（%）	6.92	5.50	5.24
融资担保风险准备金充足率（%）	8.11	-	-
融资担保放大倍数（倍）	6.93	-	-
担保发生额（亿元）	1,661.07	-	-
期末在保责任余额(亿元)	1,909.24	-	-
银行贷款担保累计担保代偿率（%）	0.58	-	-
保证担保累计担保代偿率（%）	0.09	-	-
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（%）	60.74	-	-
保证担保累计代偿回收率（%）	11.95	-	-
金融产品担保累计代偿回收率（%）	-	-	-

注 1：根据深圳高新投经审计的 2019-2021 财务数据以及 2019 年期间业务数据整理计算；

注 2：融资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。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	5
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	4
		负债结构与资产质量	5
		流动性	6
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2017年2月14日	AA/稳定	贾飞宇、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2015)	报告链接
	前次评级	2021年6月22日	AA/稳定	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(纺织服装)MX-GS022(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AA/稳定	黄梦姣、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(纺织服装)MX-GS022(2019.8)	-
债项评级 (18朗姿01)	历史首次评级	2017年12月12日	AAA	贾飞宇、李海瑞	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2015)	报告链接
	前次评级	2021年6月22日	AAA	贾飞宇、李一	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(纺织服装)MX-GS022(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AAA	黄梦姣、翁斯喆	新世纪评级方法总论(2012) 纺织服装行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(纺织服装)MX-GS022(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。