下载日志已记录，仅供内部参考

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

朗姿股份（002612.SZ）公司深度报告

医美渠道话语权重塑、高端女装调整焕新，未来可期

2026 年 10 月 11 日

- **朗姿股份从高端女装起家，向医美全产业链延伸。**朗姿股份成立于 2006 年，初期主打高端女装品牌，后续通过推进并购与产业投资，延伸布局婴童与医美业务。其中医美板块内生外延发展实现规模扩张，构建了包含高端医美“米兰柏羽”、轻医美连锁“晶肤医美”等品牌在内的差异化品牌矩阵。
- **医美业务：并购整合扩充版图，降本增效优化盈利。行业层面，**由于医美需求扩容带动企业布局积极性提升、监管改革缩短审批链条、灰色供给被监管清退让渡市场空间，2025 年以来，医美产品械三下证速度显著提升，医美产品供给扩容意味着产业链话语权向下游转移，头部医美机构可凭借规模化采购获取议价权，并凭借完善的医生体系提供差异化客户解决方案，增厚盈利空间。**公司层面**，公司通过并购+体外产业基金孵化结合的方式扩充医美版图，医美业务营收自 2020 年的 8.12 亿元增长至 2025 年的 30.26 亿元，CAGR 为 30.08%，目前正立足西南核心区域拓展全国网络。在市场竞争加剧的环境下，公司采购端集采降本+营销策略优化降低获客成本+联合治疗提升客单等方式支撑盈利空间，带动公司毛销差自 2020 年的 15.14%稳步提升至 2026H1 的 22.11%，我们预计公司有望受益于本轮渠道话语权提升，作为医美渠道龙头发展空间充足。
- **服装业务：品牌矩阵完善，线上渠道布局效率优化。女装：**通过自主创立+代理运营+品牌收购三种商业模式形成多品牌布局，目前旗下包括朗姿、莱茵、莫佐等女装品牌，品牌端来看，公司将主品牌拆分为多个细分品线，针对差异化消费者进行精细化运营。渠道端来看，线下渠道推进门店调改、夯实会员基础；线上渠道提升人群覆盖、承担品牌转化，聚焦核心商品打造并提高核心品类的关联搭配，提升连带率，截至 2026H1 末公司共设立线上店铺 76 家。2020-2025 年公司女装营收 CAGR 为 8.61%，其中线上渠道 CAGR 为 32.70%。**婴童：**2014 年收购阿卡邦 26.63%股权，正式切入婴童服饰及用品市场，旗下拥有 Agabang、ETTOI 等一系列自有品牌。后续韩国业务方面发挥主品牌优势，调整货品结构及折扣，优化低效店铺，提升运营效率，国内业务继续推广 ETTOI 高端童装品牌，发挥设计优势，提升品牌影响力。
- **投资建议：**公司品牌孵化与并购整合运作能力持续提升，作为以医美为核心、多品牌协同发展的头部医美机构，后续有望充分受益于议价权提升、行业集中度提升，随着多品牌矩阵布局持续完善，业务规模有望持续扩张，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 68.37/76.72/85.12 亿元，同增 13.9%/12.2%/10.9%，归母净利润分别为 3.38/4.26/4.90 亿元，同比-66.2%/26.1%/15.0%，当前股价对应 PE 分别为 23/18/16 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，并购进展不及预期，监管政策变动，商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,003	6,837	7,672	8,512
增长率（%）	2.8	13.9	12.2	10.9
归属母公司股东净利润（百万元）	999	338	426	490
增长率（%）	283.4	-66.2	26.1	15.0
每股收益（元）	2.26	0.76	0.96	1.11
PE (X)	8	23	18	16
PB (X)	2.2	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 10 月 9 日收盘价）

谨慎推荐 维持评级

当前价格： 17.28 元

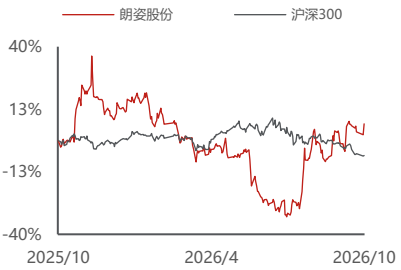


分析师 解慧新
执业证书：S0590525110066
邮箱：xiehuixin@glms.com.cn



分析师 高旭和
执业证书：S0590523110007
邮箱：gaoxh@glms.com.cn
研究助理 张倩
执业证书：S0590125120023
邮箱：qianzhang@glms.com.cn

相对走势



相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

区别于市场的观点

目前市场认为医美行业竞争加剧，压制企业端业绩。本报告重点拆分行业上下游来看产品议价权的转移，我们认为医美产品械三下证速度提升意味着下游机构选择权提升，且公司作为以医美为核心、多品牌协同发展的头部医美机构可凭借采购端集采降本+营销策略优化降低获客成本+联合治疗提升客单等方式支撑盈利空间。

核心假设

假设一：医美械三产品获证持续加速。

假设二：公司持续推进产业并购。

假设三：公司延续女装业务线上渠道及高端品牌化建设。

近期催化

公司发布 2026 年中期业绩公告，2026H1 营收 32.08 亿元，yoy+12.06%，其中时尚女装 11.21 亿元，yoy+13.44%；绿色婴童 4.48 亿元，yoy+2.99%；医疗美容 16.19 亿元，yoy+14.96%，各大业务规模均实现稳步扩张。

核心假设对应的风险

市场竞争加剧风险，并购进展不及预期，监管政策变动等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 高端女装起家，并购延伸医美全产业链 4
1.1 高端女装起家，延伸医美全产业链 4
1.2 创始家族持股，管理层架构稳定 4
1.3 多业务协同布局，医美逐步成长为支柱业务 5
2 医美业务：并购整合扩充版图，降本增效优化盈利 8
2.1 产业链话语权向下游转移，头部机构充分受益 8
2.2 并购整合扩充医美版图，由区域龙头向全国布局进发 10
2.3 采购端降本+销售端提质支撑盈利空间 13
3 服装业务：品牌矩阵完善，线上渠道布局效率优化 15
3.1 女装业务：自主创立+代理运营+品牌收购形成多品牌布局 15
3.2 婴童业务：Agabang 基本盘夯实，强化梯队品牌影响力 16
4 财务分析：业绩稳步增长，激励计划目标制定积极 19
4.1 营收稳步增长，盈利能力优化 19
4.2 员工持股计划目标制定积极，充分激发增长潜力 20
5 盈利预测与投资建议 22
5.1 盈利预测假设与业务拆分 22
5.2 估值分析 23
5.3 投资建议 24
6 风险提示 25
插图目录 27
表格目录 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1 高端女装起家，并购延伸医美全产业链

1.1 高端女装起家，延伸医美全产业链

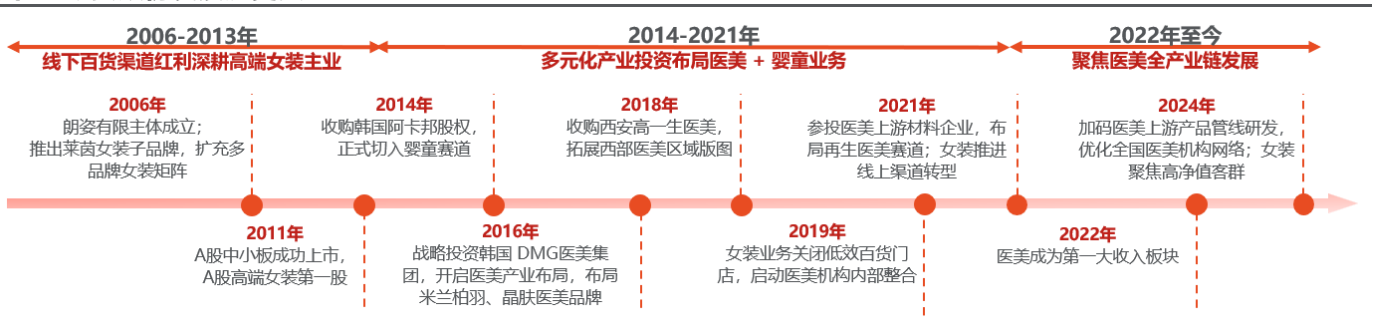
朗姿股份为国内老牌高端女装企业，纵向拓展医美、婴童业务版图。

2006-2013 年：线下百货渠道红利，深耕高端女装主业。朗姿股份 2006 年朗姿有限主体成立，创立初期主打高端女装品牌，依托国内百货商场渠道实现业务扩张。2006 年公司推出莱茵女装子品牌，扩充多品牌女装矩阵；2011 年公司于 A 股中小板成功上市，是国内高端女装 A 股第一股。

2014-2021 年：多元化产业投资布局医美+婴童业务。2014 年公司收购韩国阿卡邦股权，正式切入婴童赛道。2016 年战略投资韩国 DMG 医美集团，迈出医美产业布局第一步。2016 年收购米兰柏羽、晶肤医美，控股多家国内医美机构；2018 年初完成收购西安高一生医美，拓展西部地区医美连锁版图。2016-2021 年公司通过股权投资、并购等多元化方式，形成“女装+婴童+医美”多业务并行格局；受外部环境影响，女装、婴童业务经营承压，医美板块营收占比持续抬升。

2022 年至今：聚焦医美全产业链发展。2022 年医美跃升为公司第一大收入板块，公司持续优化全国医美机构网络，同时向上游布局再生医美材料赛道；女装业务保留作为经营基本盘，聚焦高净值客群，逐步打造“下游医美医疗机构+上游医美材料”的医美全产业链布局。

图1：朗姿股份发展历史复盘



资料来源：公司官网，公司公告，华夏时报等，国联民生证券研究所整理

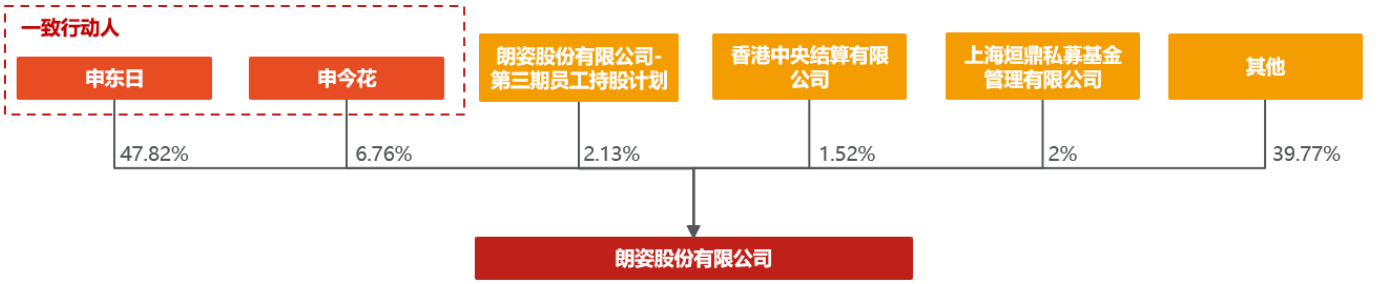
1.2 创始家族持股，管理层架构稳定

创始人家族控股，员工持股计划绑定员工核心利益。申东日和申今花兄妹两人为公司一致行动人，两人合计持有公司 54.58%的股份。其中创始人申东日直接持股 47.82%，申今花持有公司 6.76%的股份，公司控股权集中且稳定。第三期员工持股计划持股占比 2.13%，绑定员工利益，持续激励。公司上市至今分别于 2014、2016、2021 及 2026 年实施四期员工持股计划，其中第一、二期均已完成解锁减持，第三期计划已提前终止，第四期计划覆盖至 2030 年，参与员工数量不超过 149 人，核心覆盖公司高管及核心骨干，以长期、有效的激励约束机制绑定员工利

下载日志已记录，仅供内部参考

益。

图2：朗姿股份股权架构



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所 注：数据为截至 2026 年 6 月 30 日

核心高管团队为创始人家族成员，具备服装、医美等多产业经验。申东日、申今花兄妹完整伴随公司从高端女装创业到医美业务拓展的全发展周期，积淀深厚实业运营经验；其余高管大多为公司早期加入、内部培养提拔，熟悉公司各板块业务，承担上市公司日常经营管理工作，整体任职时间长，管理团队稳定性较强。

表1：公司核心管理层介绍

姓名	职务	任期起始日期	主要工作经历
申东日	董事长	2010/8/26	公司创始人和实际控制人之一，公司控股股东，现任公司董事长、法定代表人，朗姿服饰、卓可服装、北京莱茵和朗姿医疗董事长，韩亚资管董事，朗姿国际总经理、执行董事，芜湖德臻投资有限公司法定代表人。
申今花	董事、总经理	2010/8/26	公司创始人和实际控制人之一，现任公司董事、总经理，朗姿服饰和北京莱茵董事、总经理，北京卓可董事。
赵衡	董事	2021/6/28	曾任公司投资总监，现任公司董事、朗姿医管总经理。
王建优	副总经理，董事会秘书	2012/10/20	现任公司副总经理、董事会秘书，同时兼任招商局南京油运股份有限公司、深圳市蓝海华腾技术股份有限公司、鑫元基金管理有限公司、北京纯聚科技股份有限公司和深圳市汇春科技股份有限公司独立董事。曾兼任深圳市崧盛电子股份有限公司和深圳市核达中远通电源技术股份有限公司独立董事，广州若羽臣科技股份有限公司和金埔园林股份有限公司董事。
常静	副总经理	2012/11/16	曾任国际商业机器（中国）有限公司高级咨询经理。现任公司副总经理、服装板块总裁、朗姿事业部总经理。

资料来源：ifind，公司公告，国联民生证券研究所

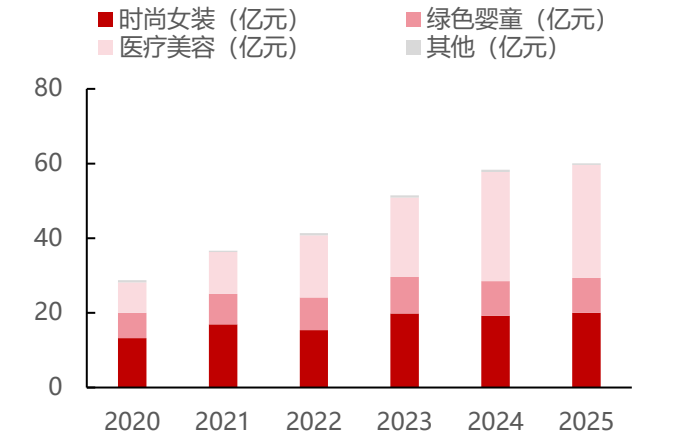
1.3 多业务协同布局，医美逐步成长为支柱业务

多业务板块协同布局，医美逐步成长为支柱业务。营收端，2025 年，公司医美业务营收 30.26 亿元，同增 3.27%，占比 50.41%，公司持续整合国内优质医美资源，提升标准化运营能力，实现医美业务规模持续提升；女装业务营收 19.99 亿元，同增 3.85%，占比 33.30%，公司加速推进新零售业务，完善销售网络；婴童业务 9.36 亿元，同增 1.53%，占比 15.59%。**利润端**，2025 年，公司医美业务毛利率 55.80%，同增 1.38pct，主要系集采降本与业务结构优化带动；女装业务毛利率 64.63%，同增 1.18pct，主要系库存持续消化，线上渠道增长带动毛利率提升；婴童业务毛利率为 61.84%，同增 0.08pct，主要系公司调整货品结构与折扣，

下载日志已记录，仅供内部参考

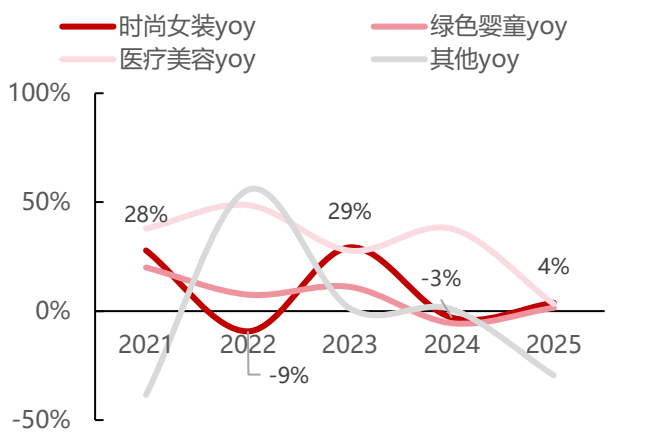
提升运营效率所致。

图3：2020-2025 年分业务营收



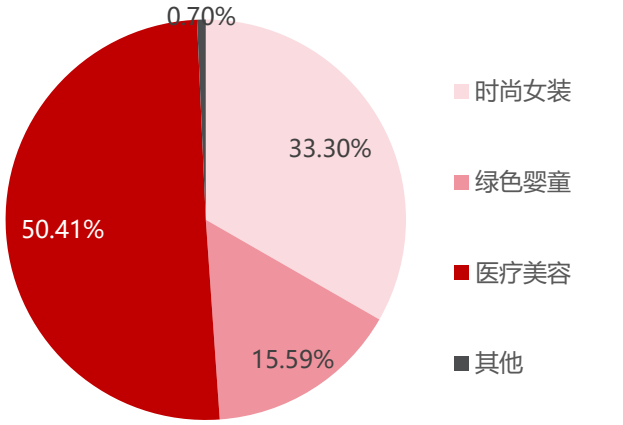
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图4：2021-2025 年分业务营收增速



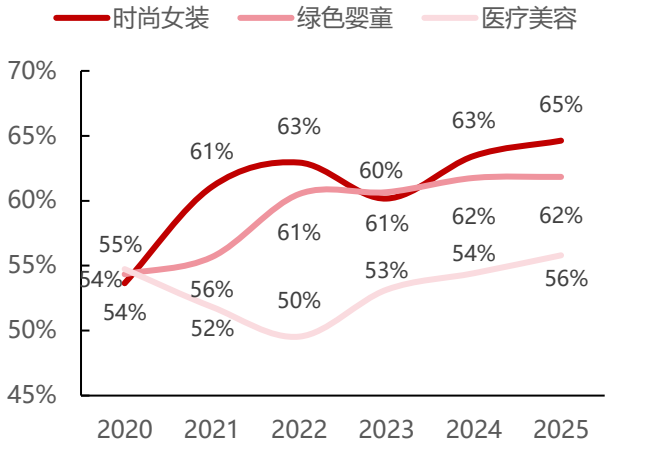
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图5：2025 年分业务营收占比



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图6：2020-2025 年分业务毛利率

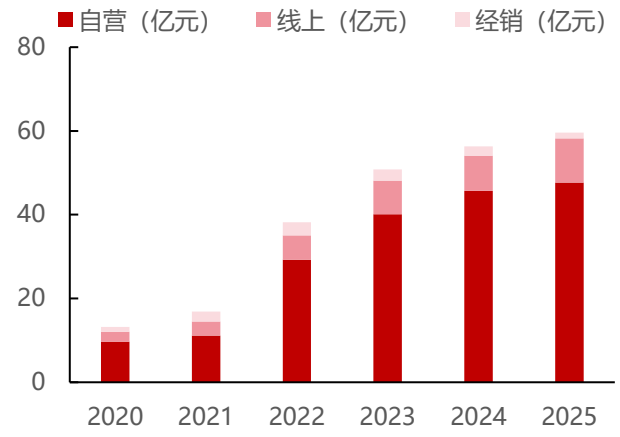


资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

自营渠道为核心渠道，线上新零售业务快速开拓。营收端，2025 年，公司自营渠道营收 47.69 亿元，同增 1.19%，占比 79.46%，主要系婴童业务优化低效店铺，医美业务资源持续整合带动；线上渠道营收 10.50 亿元，同增 24.78%，占比 17.50%，公司加速线上新零售渠道开发；经销渠道营收 1.40 亿元，同减 36.57%，占比 2.33%。**利润端**，2025 年，公司直营/线上/经销渠道毛利率分别为 63.02%/64.34%/68.50%，分别同比-0.71/+4.69/-0.33pct，线上渠道业务结构优化带动毛利率持续提升。

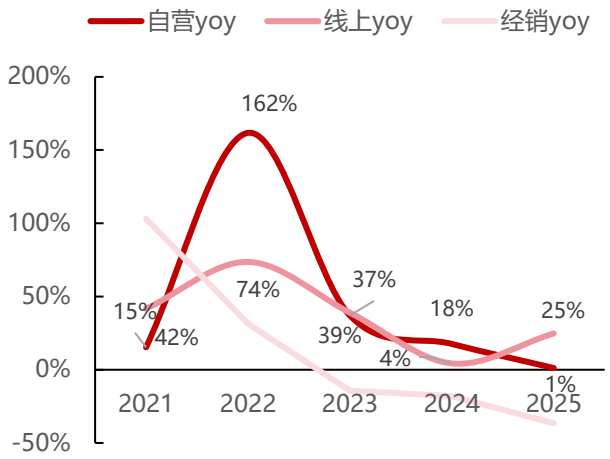
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：2020-2025 年分渠道营收



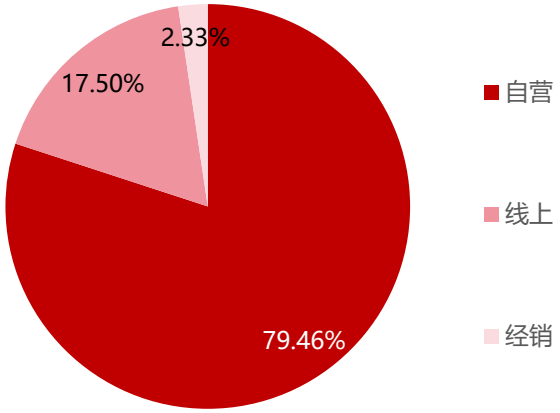
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图8：2021-2025 年分渠道营收增速



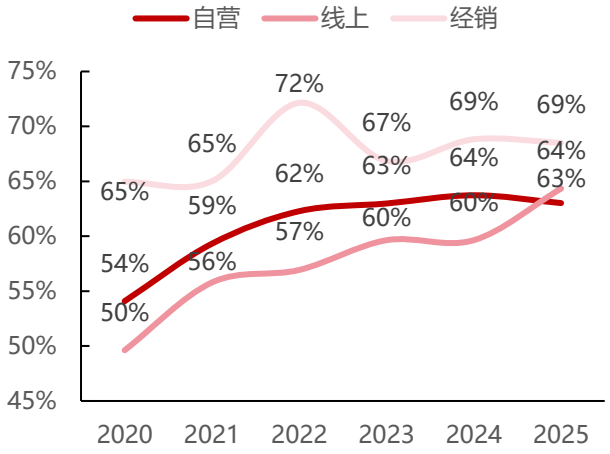
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图9：2025 年分渠道营收占比



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图10：2020-2025 年分渠道毛利率



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

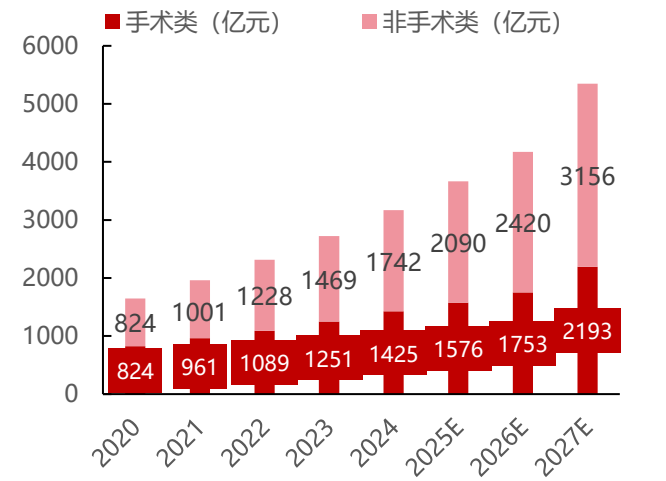
2 医美业务：并购整合扩充版图，降本增效优化盈利

2.1 产业链话语权向下游转移，头部机构充分受益

2025 年以来医美械三下证速度快速提升。2025 年玻尿酸/胶原蛋白/童颜针/少女针分别获批 27/7/5/2 张械三证，显著高于 2024 年的 13/1/3/1 张，医美产品获证加速的主要原因为：

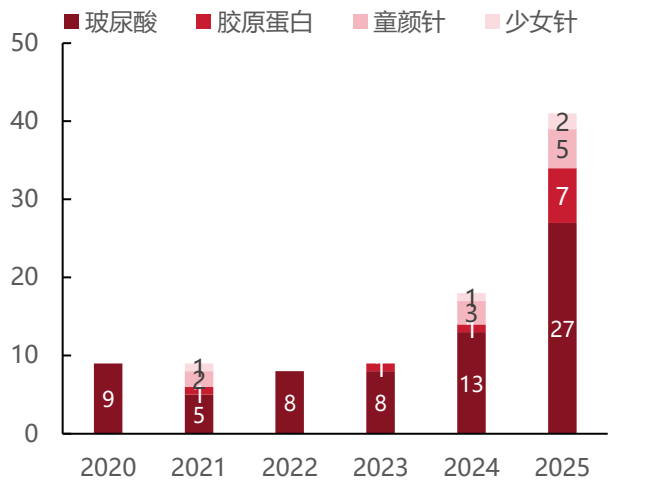
- **准入门槛提高，灰色供给退出让渡市场空间：**2022 年 3 月国家药监局将射频治疗仪、新增面部埋植线、注射用透明质酸钠溶液（水光针）等品类划归 III 类医疗器械管理，推动无证产品退出市场，为合规产品让渡市场空间，企业积极开启合规新品研发进程。
- **医美市场扩容，带动企业布局积极性**：随着经济发展与居民生活水平提升，我国医美市场需求持续增长，根据硕远咨询数据，2024 年我国医美市场规模为 3167 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 17.76%。市场规模的持续扩容带动企业端扩大产品供给，除医美品牌外，传统美妆集团、医药企业均纷纷入局，投入上游医美产品的研发与注册申报。
- **监管改革，优化流程缩短审批链条**：2025 年国家提高药品医疗器械审评审批质效，将医疗器械临床试验审评审批时限由 60 个工作日缩短为 30 个工作日，为注册证获批节奏加快奠定政策基础。

图11：中国医美市场规模与预测



资料来源：医与美前沿，硕远咨询，美团，罗兰贝格，国联民生证券研究所

图12：2020-2025 年医美分品类械三拿证数量（张）



资料来源：医与美前沿，医美慢谈，行业发展蓝皮书等，国联民生证券研究所

产业链话语权由上游向下游迁移，头部机构在组合方案制定方面具备专业性优势。下证速度提升，意味着行业从“供给驱动”转为“竞争驱动”，医美产品的

下载日志已记录，仅供内部参考

先发优势与独家拿证红利消退，上游企业的定价权与市场份额被稀释。对于下游医美机构而言，一方面，机构对于产品的选择面更广，议价能力增强，渠道龙头可凭借规模化采购优势压缩成本，另一方面，注射材料供给丰富度提升后，机构端可将单品销售转为组合方案销售，提升治疗针对性，并拉升客单价，头部机构凭借更完善、专业的医生体系在医美项目方案的制定上具备竞争优势，提升盈利空间。

单店模型来看，医美机构平均净利率为 1%-10%。拆分单店成本结构来说，医美机构成本比例通常为：人力成本 20-30%、产品及设备成本 20-30%、营销成本 30%-50%、其他成本 10%，近两年获客成本攀升，房租与人力成本上涨，根据艾瑞咨询数据显示，国内医美机构净利率仅维持在 1%-10%。而良性运营的头部医美机构通常可通过优化医生排班控制人力成本、优化仓储管理系统降低耗材成本、扩大口碑裂变提升营销效率，从而提升净利率水平。

表2：医美机构单店成本结构拆解

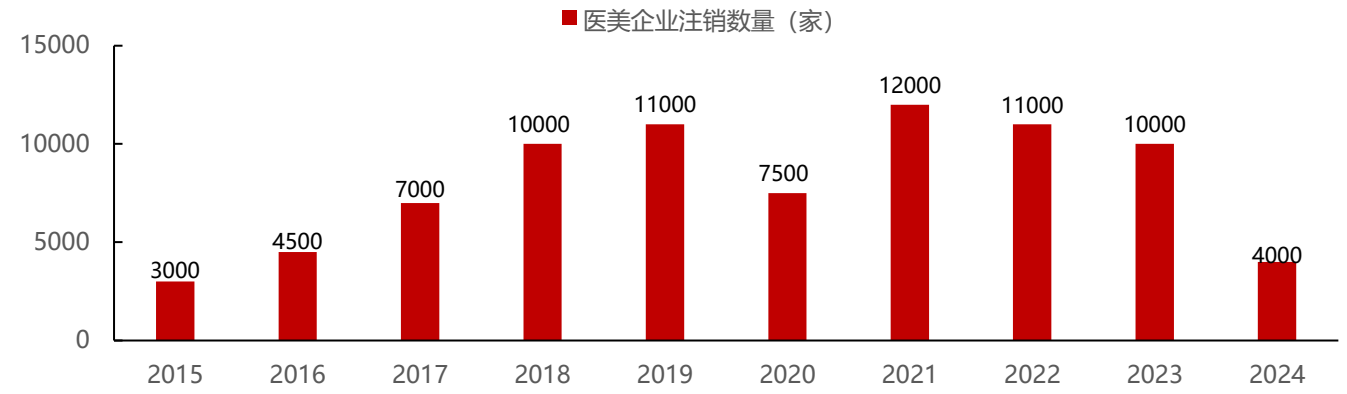
	理想比例	成本警戒红线
人力成本	20%-30%	30%
产品及设备成本	20%-30%	30%
营销成本	30%-50%	50%
其他成本	10%	20%
净利率	**1%-10%**	

资料来源：消费方法论，巨潮 WAVE，国联民生证券研究所

医美机构行业分散，税务政策收严加速非合规机构出清，行业集中度有望持续向头部集中。国内医美服务市场行业集中度低，2021 年全国持证医美机构超 1.7 万家，民营机构占比超 90%，中小机构和小微诊所占据市场主流。近年来监管持续收严，2025 年共有 1.8 万家医美黑机构被关停。自 2026 年 1 月 1 日起，新《增值税法》及《增值税法实施条例》明确营利性美容医疗机构将不再享受免征增值税政策，根据界面新闻数据，医美机构增值税率为 6%，其中合规机构可通过原材料进项税抵扣 3-4pct，而非合规机构的“灰色采购”无法获得合规专票，难以进行进项税抵扣，利润空间压缩幅度高于合规机构，经营压力增加迫使其加速出清。头部机构依托牌照、医师资源、品牌、集中采购及信息化体系，承接出清机构释放的客源与医师资源，市场集中度有望持续抬升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图13：2015-2024 年医美企业注销数量



资料来源：诊锁界，朗姿股份公告，国联民生证券研究所 注：各年度数据非准确数据，数据偏差在 1000 家以内。

2.2 并购整合扩充医美版图，由区域龙头向全国布局进发

投资并购切入医美市场，品牌布局持续完善。2016 年公司投资韩国整形医疗管理机构 DMG 切入国内医美市场，拥有了高端医美综合品牌“米兰柏羽”和轻医美连锁品牌“晶肤医美”，后续，公司持续推进收购动作，2017 年末宣布收购西安“高一生”、2019 年控股收购西安米兰柏羽（原西安美立方），2022 年收购昆明韩辰；2023 年收购武汉五洲和武汉韩辰，逐步形成外延式扩张和内生式增长两轮驱动模式。2024、2025 年，公司陆续收购了郑州米兰（原郑州集美）、北京米兰（原北京丽都）、湖南雅美和重庆米兰（原重庆时光），医美业务品牌矩阵和国际化协同效应逐渐形成，医美业务布局持续完善。

表3：医美领域并购情况

时间	收购标的	交易价值（百万元）	标的并购时点最近一年净利润	标的对并购下一年利润承诺（万元）
2016.6	四川米兰柏羽 63.49%股权；深圳米兰 70%股份；四川晶肤 70%等 6 家医美机构	327.2	四川米兰柏羽 731 万元、深圳米兰 190 万元、四川晶肤 338 万元（其余 3 家未披露）	6 家合计≥2500 万元
2017.12	高一生 100%股权	267.0	351 万元	≥1800 万元
2019.8	西安美立方 60%股权	63.0	-1490 万元	—
2020.7	四川米兰等 6 家子公司少数股权	178.8	四川米兰 3525.28 万元、四川晶肤 817.88 万元、重庆晶肤 8.61 万元、深圳米兰 117.60 万元、西安晶肤 463.78 万元、长沙晶肤 38.63 万元	—
2020	锦江星宏晶肤 6%股权	0.4	—	—
2020	蓉雅晶肤 21%股权	3.86	—	—
2022.9	昆明韩辰 75%股权	158.1	-1866 万元	≥1482 万元
2023.6	武汉五洲 90%股权、武汉韩辰 70%股权	323.7	武汉五洲 356 万元、武汉韩辰 375 万元	武汉五洲≥1710 万元、武汉韩辰≥907 万元

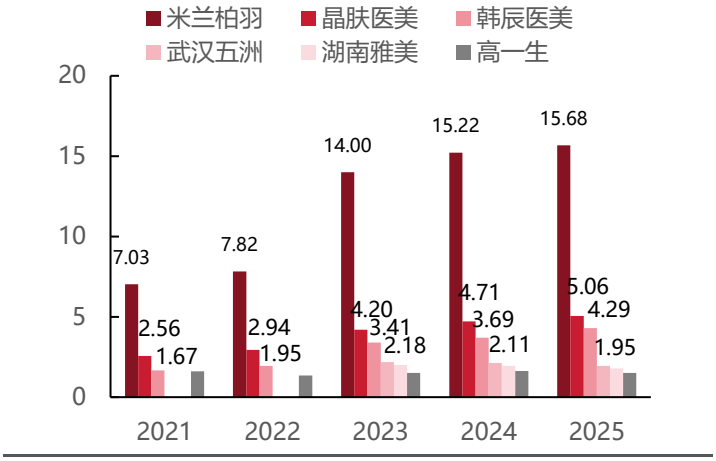
下载日志已记录，仅供内部参考

2024.2	郑州集美 100%股权	154.9	769 万元	≥1054 万元
2024.8	北京丽都 100%股权、湖南雅美 70%股权	582.0	北京丽都 1842 万元、湖南雅美 1253 万元	北京丽都≥1999 万元、湖南雅美≥1723 万元
2025.9	重庆时光 67.50%股权	92.5	514.77 万元	≥929 万元

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所整理

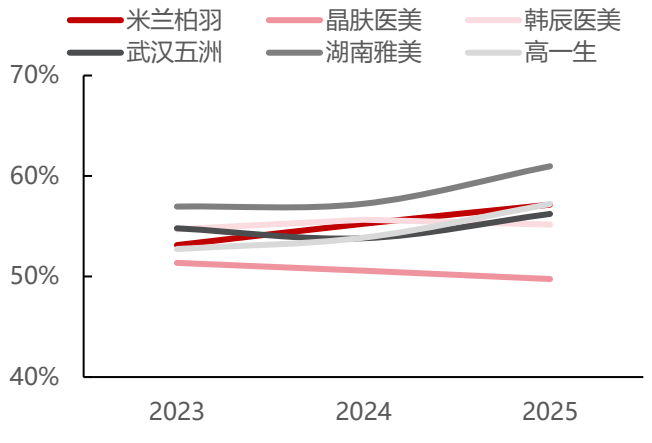
高端综合医院+轻医美连锁品牌协同，多元化布局。公司医美业务营收自 2020 年的 8.12 亿元增长至 30.26 亿元，CAGR 为 30.08%，目前已成长为公司第一大业务板块。目前公司旗下拥有高端综合医院米兰柏羽、技术领先品牌高一生、轻医美连锁品牌晶肤医美等差异化品牌，2025 年米兰柏羽/晶肤医美/韩辰医美/武汉五洲/湖南雅美/高一生分别实现营收 15.68/5.06/4.29/1.95/1.78/1.50 亿元，分别占比 51.82%/16.72%/14.18%/6.44%/5.88%/4.96%，其中米兰柏羽、晶肤医美、韩辰医美三大品牌营收逐年增长。2025 年米兰柏羽/晶肤医美/韩辰医美/武汉五洲/湖南雅美/高一生毛利率分别为 57.15%/49.75%/55.16%/56.23%/60.97%/57.22%，主要品牌呈现稳步上行趋势。

图14：公司旗下主要医美品牌营收（亿元）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图15：公司旗下主要医美品牌毛利率



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

表4：公司旗下主要医美品牌市场定位

品牌	品牌定位
米兰柏羽	高端综合性医美品牌
晶肤医美	轻医美/社区化连锁品牌
韩辰医美	区域性中高端综合医美
武汉五洲	综合性医美医院
湖南雅美	区域性综合医美品牌
高一生	区域性高端医美品牌，技术优势显著

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

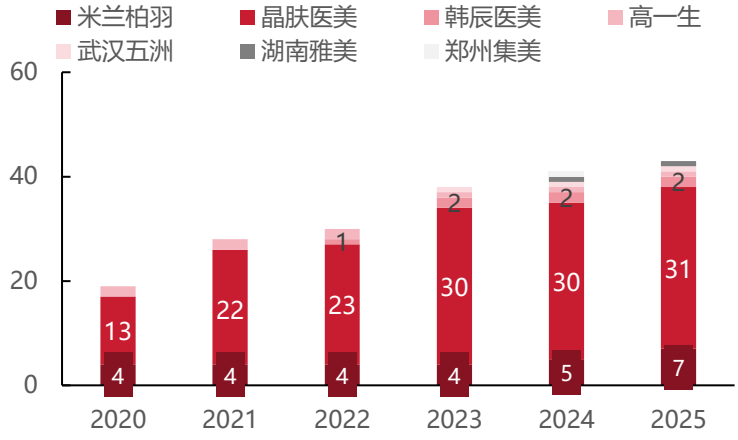
“1+N”策略整合产业资源，深耕西南、拓展全国。在市场布局战略上，公司通过在特定区域构建一家或多家大型整形医院强化纵深布局，再配合多家小型连锁门诊/诊所实现广泛人群覆盖，搭建“1+N”架构整合产业资源。近年来公司保持稳健的拓店节奏，截至 2026H1 末，公司已拥有 46 家医疗美容机构，其中：综合性医院 13 家，门诊部、诊所 33 家，目前，公司在成都、西安、昆明、武汉、重庆等城市已初步实现区域头部医美品牌的阶段目标，并辐射华南、华中和其他西南部区域，向布局全国医美的战略版图稳步迈进。

图16：公司医美机构的城市布局

品牌	分布区域
米兰柏羽	成都、深圳、西安、北京、郑州、重庆
晶肤医美	成都、重庆、长沙、西安、宝鸡
韩辰医美	昆明、武汉
武汉五洲	武汉
湖南雅美	长沙
高一生	西安
恒美	合肥

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图17：公司旗下医美机构的门店数量（家）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

设立医美产业基金，通过“体外培育+成熟后收购”模式储备优质标的，打开医美渠道成长天花板。基于医美机构信任门槛高、口碑积累难等特征，市场上可选的成熟机构有限，而发展早期的医美机构商业模式尚未建立，经营能力尚不稳定，公司通过体外医美产业基金前期筛选和孵化，进行合规梳理与规范运营，采用“体外培育+成熟后收购”的模式，以更稳健的方式拓展医美业务。2021 年公司与联营企业朗姿韩亚资管签订《合伙协议》，以自有资金作为有限合伙人出资设立医美股权并购基金，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，2025 年基金整体规模达 28.37 亿元。公司深耕医美机构管理多年，具备科学且完善的客户引流、医疗诊治、业务流程和售后服务体系，具备了可复制的医美机构管控模式，随着体外孵化成熟的医美机构陆续并表，公司医美规模天花板被进一步打开。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：医美相关主要基金投资

公司名称	合伙企业成立日期	基金规模（亿元）	朗姿股份认缴金额（亿元）	朗姿股份实缴金额（亿元）
博辰五号	2020/9/2	4.01	2.00	0.20
博辰九号	2021/7/23	5.01	2.50	0.85
博辰十号	2021/10/22	6.01	3.00	2.80
博恒一号	2022/1/6	5.01	2.50	0.53
合计		20.04	10.00	4.37

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所 注：时间为截至 2025 年 12 月 31 日

2.3 采购端降本+销售端提质支撑盈利空间

2.3.1 采购端降本+获客策略优化+联合治疗提升客单支撑盈利空间

集采+自研产品实现体系化降本：在市场竞争加剧的环境下，公司作为头部连锁持续发挥规模效应，强化盈利优势，一方面，公司联合旗下机构通过集采增强议价权，2025 年公司集采率 93.8%，其中主材集采率 95.6%，辅材集采率 72.1%，药品集采率 50.3%；另一方面，公司持续强化与上游供应商的合作，通过自研产品替代提升盈利空间，比如 2023 年推出高端玻尿酸品牌芙妮薇、2025 年推出针对眶周细纹的“神仙水”等自研产品，公司依托下游大量临床打板、丰富的实测数据保障产品效果与安全性，构筑产品竞争壁垒。

图18：芙妮薇玻尿酸产品



资料来源：医美部落，国联民生证券研究所

图19：深圳米兰柏羽 BRAVOU 神仙水新品发布



资料来源：深圳米兰柏羽医疗美容医院，国联民生证券研究所

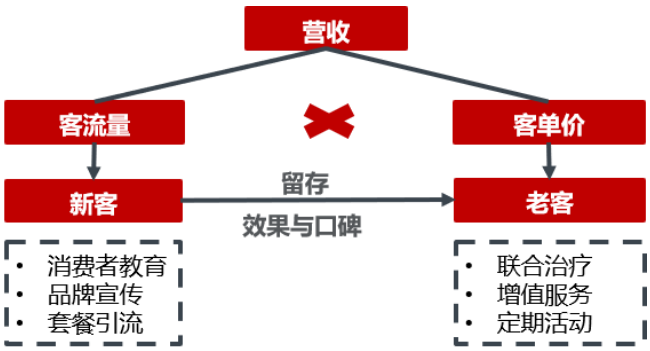
新客端由低价引流转向审美培育，持续获取高价值客群。获客与转化效率直接决定了医美机构的营销端成本，由于早期医美机构进入壁垒较低，行业竞争加剧，机构的获客方式多为低价套餐引流，但该方式获客成本高，且转化的客户多为消费能力较弱的低价值客群，随着行业合规收紧，以公司为代表的头部机构受益于尾部出清可承接行业自然流量，且近年来公司持续收紧低价引流套餐，转而通过线上平台基于医生 IP 投放美学理念、注射技术相关内容，吸引认可医生技术和美学理念的高价值客群，提升获客质量。

下载日志已记录，仅供内部参考

老客端以医生技术与审美作为复购支撑，通过联合治疗提升客单。医生技术与审美影响了老客复购意愿，公司以医疗技术和人才培养作为核心发展引擎，公司2023 年成立朗姿医美研究院，为医生进行资金、技术、人力赋能，带动医生科研积极性，以美学提升服务水平。公司通过长期的研发投入，保障交付效果，推出适应症导向的差异化组合治疗方案，以高新米兰为例，2018 年选择三项及以上项目联合治疗的客户比例接近 10%，2025 年提升至 61%以上，联合治疗比例的提升支撑客单持续增加。

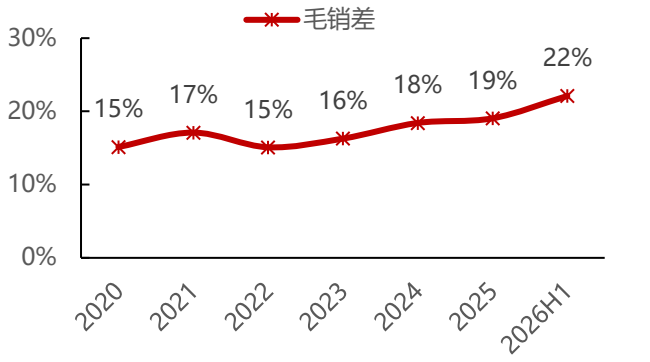
在采购端降本与销售端提质等措施配合下，公司经营效率持续提升，毛销差自2020 年的 15%稳步提升至 2026H1 的 22%。

图20：医美机构获客拆解



资料来源：国联民生证券研究所整理

图21：2020 年以来毛销差持续提升



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 服装业务：品牌矩阵完善，线上渠道布局效率优化

3.1 女装业务：自主创立+代理运营+品牌收购形成多品牌布局

女装定位中高端，通过“自主创立”、“代理运营”、“品牌收购”形成多品牌布局。公司 2000 年创立朗姿品牌，切入中高端女装市场，连续多年在全国重点大型零售企业中位于中高端女装品牌前五名，2006 年推出莱茵品牌，进一步丰富产品矩阵。近年来公司将主品牌拆分为多个细分品线，针对消费者差异化需求进行精细化运营，重构为针对高净值客群的朗姿、主打休闲运动舒适风格的俪雅、以及高性价比、年轻化品牌 LANCY FROM 25，并逐步积累了丰富的中高端女装时尚品牌的孵化经验。公司较早布局国际市场，2005 年引进韩国高端女装品牌 MOJO S.PHINE，2019 年收购日本中高端女装品牌子苞米，2024 年发布欧洲品牌 EiLEEN ELITEE。此外，公司大陆独家代理运营的女装品牌 Z.O.O.C 卓可、JIGOTT 吉高特，持续扩充差异化品牌矩阵。

表6：女装业务主要自有品牌定位及产品布局

品牌名称	主要产品类型	目标客户群	主要产品价格带	城市级别
朗姿	中高端通勤女装、高级商务女装、高级女士礼服	兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性	1980 元-20000 元	一线、二线为主，部分三四线城市
莱茵福莱尔、莱茵	中高端女装知性系列、活力针织、时尚都市、商务通勤系列	具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性。	1499 元-19000 元	
俪雅	高端女装系列、活力针织、时尚都市、商务通勤	事业有成讲究个人品位与独立气场的精英女性	1280 元-16800 元	
LANCYFROM25	高端极简时尚都市通勤、商务女装、日常休闲	以 25-35 岁关注国际时尚与潮流，独立自信有态度、具有女性力量的年轻女性职场精英为目标	1000 元-4000 元	
EiLEEN ELITEE	年轻时尚、都市通勤、商务女装、日常休闲	以 25-35 岁关注国际时尚与潮流，独立自信有态度、具有女性力量的年轻女性职场精英为目标	1000 元-4000 元	
MOJO AVENUE	高端商务通勤女装、时尚都市、高定礼服	兼具魅力与影响力的都市精英女性、主持人、演员等新贵女性	5000 元-8000 元	一线、新一线城市
子苞米	中高端女装日常系列、通勤系列、风格系列	追求简单、纯粹，注重品质的高知女性	1280 元-22800 元	一线、二线为主

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所整理

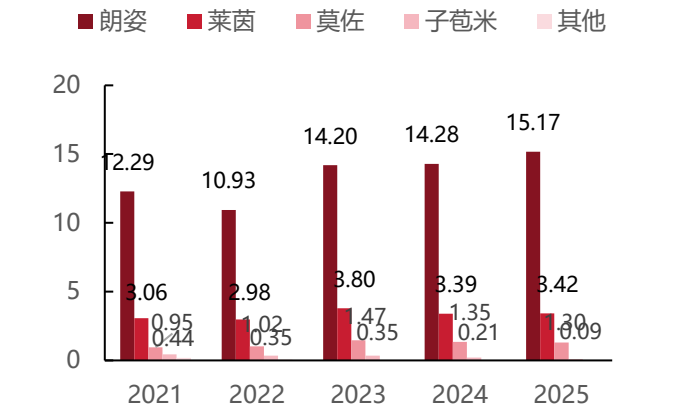
品牌结构来看，朗姿作为核心品牌规模稳健增长。2025 年朗姿/莱茵/莫佐/子苞米品牌收入分别为 15.17/3.42/1.30/0.09 亿元，分别占比 75.89%/17.11%/6.48%/0.45%。其中，朗姿品牌收入占比约 75.9%，是女装业务的核心品牌，且随着公司渠道运营能力优化，品牌营收稳健增长。

渠道结构来看，线上渠道运营效率持续释放。2025 年女装线上/自营/经销渠道收入分别为 9.71/9.79/0.49 亿元，分别占比 48.58%/48.96%/2.46%。近年来

下载日志已记录，仅供内部参考

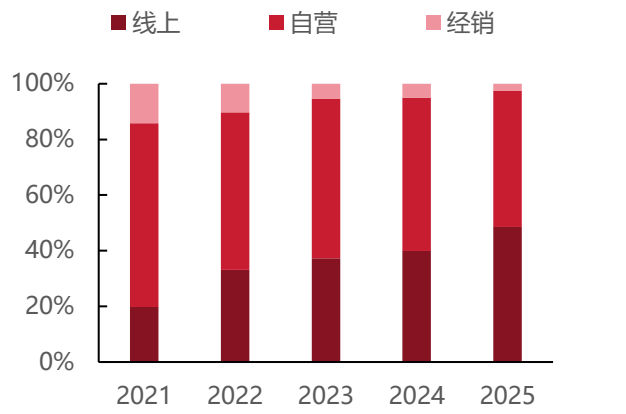
公司重点发力线上渠道，电商平台多店运营，充分提高品牌曝光度，截至 2025 年末公司共设立线上女装店铺 69 家。公司通过公域平台获客拉新+私域平台沉淀运营，强化会员管理，聚焦核心商品打造+提高核心品类的关联搭配，提升连带率，线上平台运营效率持续提升，线上渠道 2021-2025 年营收 CAGR 为 30.54%，其中，京东、抖音渠道持续放量，带动公司线上渠道增长。

图22：女装业务分品牌收入（亿元）



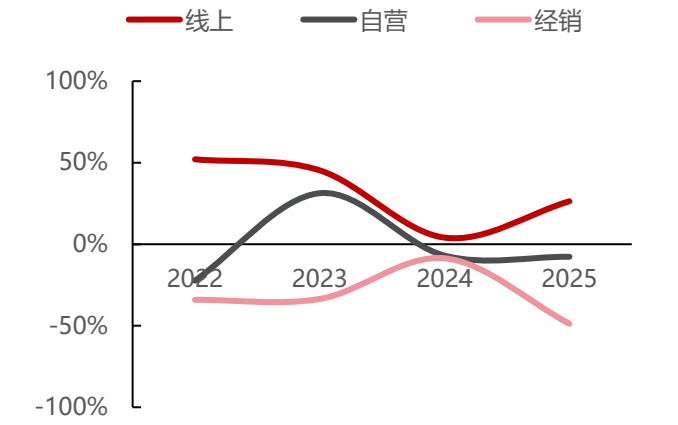
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图23：女装业务分渠道收入结构



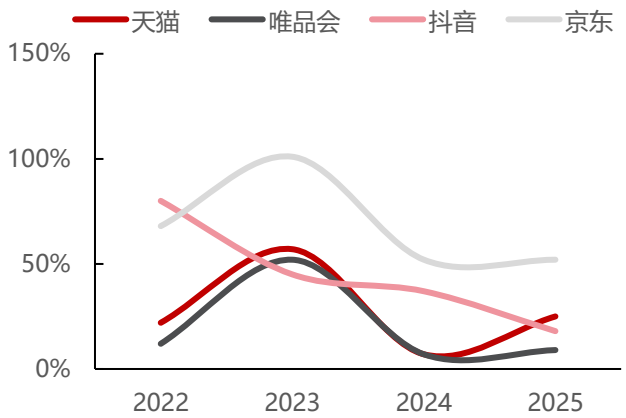
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图24：女装业务分渠道收入增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图25：女装主要线上平台收入增速



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

3.2 婴童业务：Agabang 基本盘夯实，强化梯队品牌影响力

收购阿卡邦，切入高端婴童服饰市场。公司于 2014 年收购韩国株式会社阿卡邦 26.63%股权，正式进入婴童服饰及用品市场。阿卡邦成立于 1979 年，是韩国

下载日志已记录，仅供内部参考

较早专注于婴幼儿及儿童用品的企业之一，经过多年发展，形成较为成熟的品牌运营、产品研发及渠道体系。依托阿卡邦在婴童领域积累的品牌影响力、产品经验和市场资源，公司逐步拓展婴童业务，并持续完善相关品牌及产品布局。

主品牌 Agabang 持续提升运营效率，Ettoi 充分发挥设计优势打造品牌影响力。经过多年发展，公司已形成覆盖婴幼儿服装、日常用品及儿童家居场景的多品牌产品矩阵，销售区域以韩国为核心，并积极拓展中国及其他海外市场。1）Agabang 主要覆盖 0-4 岁婴幼儿服饰及用品，具有较长的发展历史和较高的市场认知度，在韩国市场，公司充分利用各渠道消费潜力，调整货品结构及折扣，优化低效店铺，提升运营效率。2）Ettoi 聚焦 0—7 岁婴幼儿高品质服饰。2023 年，为匹配国内婴童市场的消费需求，公司在国内将主推品牌从“Agabang”调整为“ETTOI”高端童装品牌，充分发挥国内外童装设计师的优势、减少韩国跨境采购、提高自做货比例，进一步提升国内童装市场的销售规模及品牌影响力。

图26：婴童业务主要品牌定位及市场布局

品牌名称	主要产品类型	目标客户群	主要产品价格带	主要销售区域
Agabang	0-4岁婴童服饰及用品品牌	25-35岁妈妈，提供较高性价比的内、外出服。	299元-899元	韩国、东南亚
Dearbaby	2-6岁中高端小童品牌	25-35岁的追求色彩及设计的外出服。	300-1000元	韩国、东南亚
ETTOI	0-7岁婴、小童高品质服饰	25-35岁的追求精致、高品质生活的妈妈。	498元-3698元	中国、韩国、东南亚
Designskin	为0-7岁儿童提供韩国进口环保创意爬行垫产品	为孩子寻找舒适、激发儿童创意的爬行垫的妈妈。	1098元-1898元	韩国、东南亚

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图27：Ettoi 品牌服装产品展示



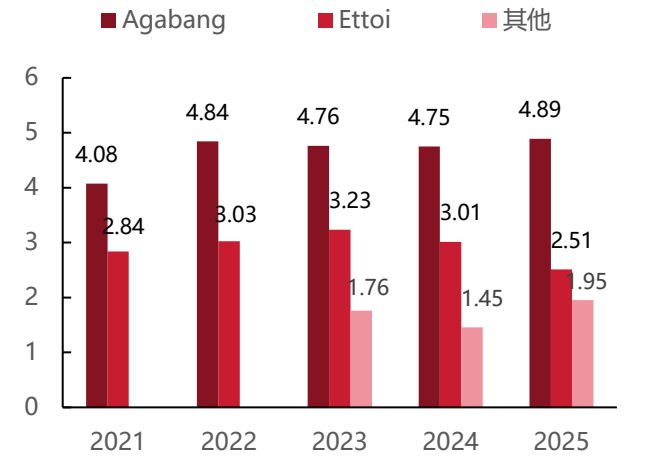
资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

品牌结构来看，Agabang 巩固核心品牌基本盘。2025 年，Agabang/Ettoi/其他品牌分别实现收入 4.89/2.51/1.95 亿元，占比 52.3%/26.8%/20.9%。从品牌结构看，Agabang 仍是婴童业务的核心品牌；Ettoi 已形成较为稳定的第二增长支柱，其他品牌则贡献约五分之一收入，品牌组合具备一定的多元化基础。

渠道结构来看，核心自营渠道占比提升，强化线上线下协同效果。2025 年自营/经销/线上/贸易渠道收入分别为 7.65/0.91/0.79/0.01 亿元，占比 81.8%/9.7%/8.4%/0.1%。自营渠道为核心渠道，经销、线上及贸易渠道主要用于补充区域覆盖和销售场景。未来公司计划保持自营渠道稳定，同时提升经销和线上渠道贡献，加强线上线下在商品、库存、会员和营销方面的协同，推动流量与消费联动，增强业务增长弹性和抗风险能力。

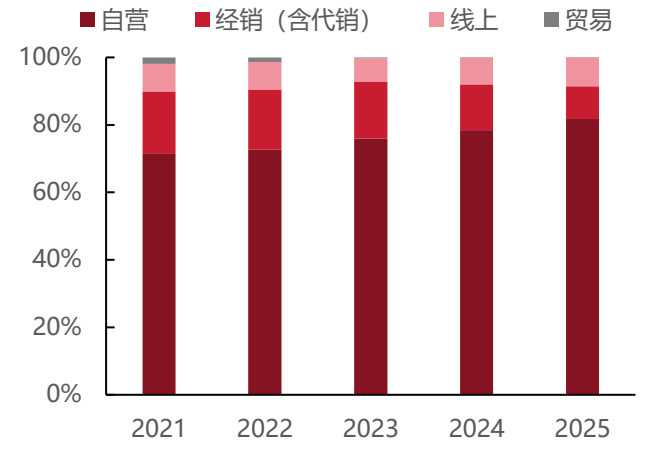
下载日志已记录，仅供内部参考

图28：婴童业务分品牌收入（亿元）



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

图29：婴童业务分渠道收入结构



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

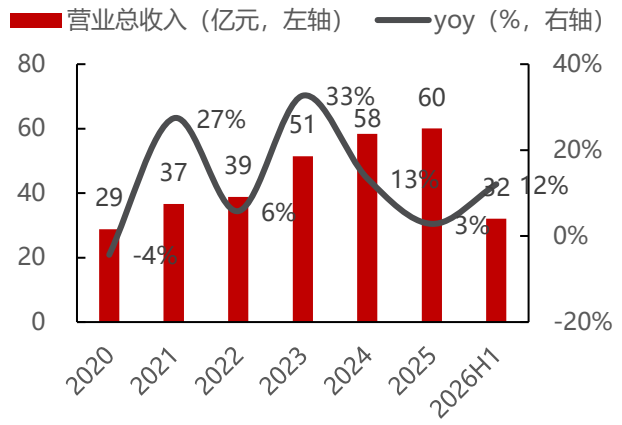
下载日志已记录，仅供内部参考

4 财务分析：业绩稳步增长，激励计划目标制定积极

4.1 营收稳步增长，盈利能力优化

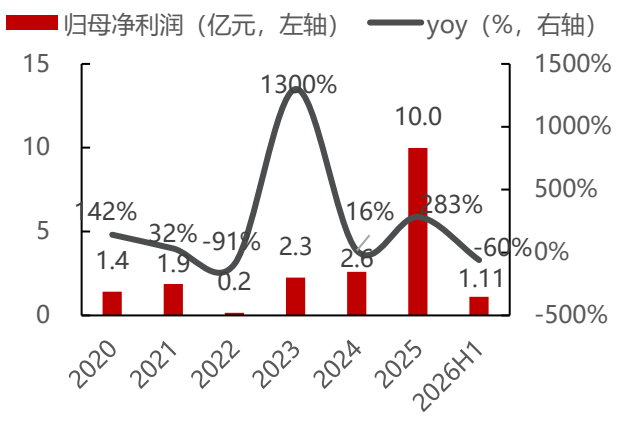
医美业务扩张带动营收稳步增长，盈利能力持续优化。营收端来看，公司营收规模从 2020 年的 28.76 亿元稳　步增长至 2025 年 60.03 亿元，在医美业务扩张带动下，公司营收持续增长，2026H1 营收同增 12.06%至 32.08 亿元。利润端来看，公司归母净利润由 2020 年的 1.42 亿元大幅增长至 2025 年的 9.99 亿元，其中 2025 年利润大幅提升主要系处置长期资产形成的收益，2026H1 公司归母净利润同减 59.94%至 1.11 亿元，主要系持有若羽臣股权公允价值变动影响非经常性损益。

图30：2020-2026H1 收入（亿元）及增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图31：2020-2026H1 归母净利润（亿元）及增速

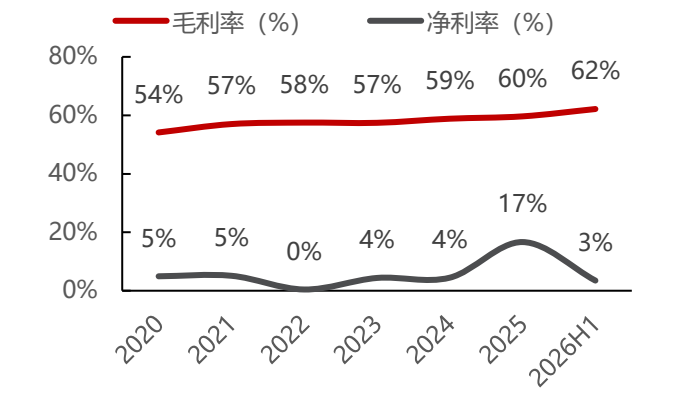


资料来源：ifind，国联民生证券研究所

毛利率稳步优化，期间费用率相对稳定。利润端来看，毛利率自 2020 年的 54.15%稳步提升至 2026H1 的 62.16%，主要系集采降本优化医美业务毛利、女装库存去化优化服装业务毛利所致；净利率受费用投放规模及处置长期资产损益等因素影响变动较大，2026H1 净利率为 3.47%，同减 6.23pct。**费用端来看，**由于公司加大女装及医美业务宣传力度、租金费用上升，公司销售费用率自 2020 年的 39.01%增长至 2022 年的 42.41%，后续随着需求复苏，新设机构爬坡期已过，客户粘性提升带动费投效率优化，公司销售费用率稳步优化至 2026H1 的 40.06%。此外，公司其他期间费用率相对稳定，2026H1 公司管理费用率/研发费用率分别为 8.32%/1.65%，分别同比+0.17pct/-0.17pct。

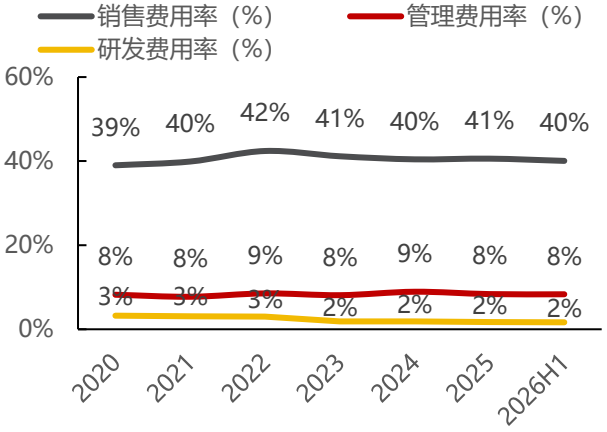
下载日志已记录，仅供内部参考

图32：2020-2026H1 公司毛利率与归母净利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图33：2020-2026H1 公司期间费用率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

4.2 员工持股计划目标制定积极，充分激发增长潜力

推出员工持股计划，规模占总股本的 2.13%。2026 年 8 月，公司披露第四期员工持股计划，拟通过二级市场大宗交易方式受让不超过 942 万股，占公司总股本的 2.13%。参与本计划的员工总数不超过 149 人，其中董事、高级管理人员共计 9 人，合计持有初始份额数量 229 万份，占公司总股本 0.52%。本计划存续期为 84 个月，分两期解锁，第一/第二期解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票登记过户至本期员工持股计划名下之日起满 30/54 个月，解锁比例分别为 50%/50%。

表7：本期员工持股计划参加对象及持有份额的情况

持有人	职务	拟授予的初始份额（万份）	占本期持股计划比例
常静	副总经理	47	4.99%
朱杨柳	总经理助理	37	3.93%
赵衡	职工代表董事	30	3.18%
王建优	副总经理、董事会秘书	27	2.87%
马剑华	总经理助理	26	2.76%
王闯	总经理助理	21	2.23%
侯立成	财务总监	19	2.02%
杨岚	总经理助理	13	1.38%
于飞	总经理助理	9	0.96%
董事、高级管理人员持有份额小计		229	24.31%
其他核心员工		319.5	33.92%
预留股份		393.5	41.77%
合 计		942	100.00%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

考核标准设置严格，解锁比例同时取决于营收与利润达成率。公司考核标准设置较为严格，以第一个解锁期（2026-2028 年）为例，营收端来看，以 2025 年为基数，考核年度内营收最高的年份营收目标值/触发值分别为 165.03/105.03 亿元；利润端来看，考核年度内各年扣非归母净利润之和/考核年度内各年营业收入之和目标值/触发值分别为 10%/4%；解锁比例为营收增量达成率*净利率达成率。

员工持股计划解锁比例范围为 17%-100%。基于公司考核目标规则，我们测算，以第一个解锁期（2026-2028 年）为例，假设 2026-2028 年营收均不低于 2025 年，则触发值为：考核年度内营收最高年的营收为 105.03 亿元，且考核年度内各年扣非归母净利润的平均值为 3 亿元，解锁比例为 17%；目标值为考核年度内营收最高年的营收为 165.03 亿元，考核年度内各年扣非归母净利润的平均值为 9.5 亿元，解锁比例为 100%。业绩考核指标的制定，彰显了公司对于未来发展的信心。

表8：考核目标设置

解锁期	考核期间	以 2025 年营业收入为基数，考核年度内营业收入最高年的营业收入增加额（A）		平均净利润率（B）	
		目标值（Am）	触发值（An）	目标值（Bm）	触发值（Bn）
第一个解锁期	2026 年-2028 年	105	45	10%	4%
第二个解锁期	2026 年-2030 年	105	45	10%	4%
考核指标		考核指标完成情形		公司层面解锁比例（X）	
营业收入增加额（A）		A≥An 且 B≥Bn		X=（A/Am）*（B/Bm）	
平均净利润率（B）		A<An 或 B<Bn		X=0%	

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所 注：平均净利润率=考核年度内各年扣非归母净利润之和/考核年度内各年营业收入之和

表9：考核年度业绩测算

	触发值	目标值
考核年度内营收最高年的营收（亿元）	105.03	165.03
考核年度内平均净利润（亿元）	3.00	9.50
解锁比例	17%	100%

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所 注：平均净利润=2026-2028 年扣非归母净利润之和/3

假设：1）考核年度内平均净利润触发值计算前提：2026-2028 年中仅一年营收达触发值，其余两年营收与 2025 年持平，且平均净利润率为 4%；2）考核年度内平均净利润目标值计算前提：2026-2028 年中仅一年营收达目标值，其余两年营收与 2025 年持平，且平均净利润率为 10%。

下载日志已记录，仅供内部参考

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

对于朗姿股份主业，我们将按照业务进行拆分，做出如下假设

1)医疗美容：公司医美业务包括米兰柏羽、晶肤医美、高一生等品牌，2026H1 公司医美业务营收 16.19 亿元，yoy+14.96%。未来，一方面公司持续推进现有品牌运营，稳步推进全国开店，其中米兰柏羽重点打造医生 IP，通过联合治疗方案提高客单价，晶肤医美持续优化单店模型，提升盈利能力；另一方面公司通过产业基金持续孵化梯队品牌，拓展业务发展空间。预计 2026-2028 年医疗美容营收分别为 35.33/40.32/45.35 亿元，同增 16.76%/14.14%/12.46%。公司通过采购端集采降本+营销策略优化降低获客成本+联合治疗提升客单等方式支撑盈利空间，预计 2026-2028 年医疗美容毛利率分别为 59.3%/59.8%/60.0%。

2）时尚女装：公司女装品牌包括朗姿、莱茵等品牌，2026H1 公司女装业务营收 11.21 亿元，yoy+13.44%，公司推进朗姿品牌线上渠道运营，强化会员管理提升新客覆盖与老客复购，聚焦核心商品打造并提高核心品类的关联搭配，提升连带率，线上渠道持续放量有望带动营收规模稳步提升，预计 2026-2028 年女装业务营收分别为 22.78/25.54/28.21 亿元，同增 13.96%/12.11%/10.44%。随着品牌效应释放，高端定位夯实，预计 2026-2028 年女装业务毛利率分别为 64.8%/64.9%/65.0%。

3）绿色婴童：公司婴童品牌包括阿卡邦、爱多娃等品牌，2026H1 公司婴童业务营收 4.48 亿元，yoy+2.99%。公司分地区进行差异化运营，韩国业务调整阿卡邦货品结构及折扣，优化低效店铺，国内业务继续推广 ETTOI 高端童装品牌，发挥设计优势，提升品牌影响力，预计 2026-2028 年婴童业务营收分别为 9.92/10.52/11.22 亿元，同增 6.04%/6.02%/6.69%。随着规模效应释放，预计 2026-2028 年婴童业务毛利率分别为 62.8%/63.0%/63.1%。

4）其他：2026H1 其他业务收入 0.21 亿元，yoy-34.79%，预计 2026-2028 年其他业务营收分别为 0.34/0.34/0.34 亿元，同比-20.00%/0.00%/0.00%，预计 2026-2028 年其他业务毛利率保持稳定，毛利率分别为 64.9%/64.9%/64.9%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表10：朗姿股份分品类收入、毛利率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6002.72	6837.03	7672.21	8511.50
yoy	2.85%	13.90%	12.22%	10.94%
毛利率	59.6%	61.7%	62.0%	62.1%
1）医疗美容				
营业收入（百万元）	3025.83	3532.91	4032.40	4534.73
yoy	3.27%	16.76%	14.14%	12.46%
毛利率	55.8%	59.3%	59.8%	60.0%
2）时尚女装				
营业收入（百万元）	1999.09	2278.22	2554.17	2820.75
yoy	3.85%	13.96%	12.11%	10.44%
毛利率	64.6%	64.8%	64.9%	65.0%
3）绿色婴童				
营业收入（百万元）	935.58	992.13	1051.87	1122.25
yoy	1.53%	6.04%	6.02%	6.69%
毛利率	61.8%	62.8%	63.0%	63.1%
4）其他				
营业收入（百万元）	42.22	33.77	33.77	33.77
yoy	-29.48%	-20.00%	0.00%	0.00%
毛利率	64.9%	64.9%	64.9%	64.9%

资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所预测

销售费用率方面，2026 年公司陆续推进品宣推广动作，预计全年费用率持平，后续随着品牌认知度提升，获客成本优化，预计营销效率持续提升，我们预计 2026-2028 年公司销售费用率分别为 40.59%/40.49%/40.39%；**管理费用率方面**，随着规模效应释放，费用率整体稳中有降，我们预计 2026-2028 年公司管理费用率将呈现下降趋势，分别为 8.47%/8.37%/8.27%；**研发费用率方面**，2026 年规模效应释放摊薄研发费用率，随着自有品牌布局深化，我们预计 2027-2028 年公司研发费用率将稳步上涨，分别为 1.52%/1.62%/1.72%。

表11：朗姿股份费用率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	40.59%	40.59%	40.49%	40.39%
管理费用率	8.37%	8.47%	8.37%	8.27%
研发费用率	1.72%	1.52%	1.62%	1.72%

资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所预测

5.2 估值分析

在估值方面，我们采用分部估值法分别对服装业务与医美业务进行估值：

1）服装业务（包括女装和绿色婴童业务）：公司服装类业务包括女装业务和绿

下载日志已记录，仅供内部参考

色婴童业务，在可比公司方面，我们选取地素时尚、太平鸟和歌力思，其 2026 年平均 PE 为 20 倍。基于模型，我们预测公司服装分部的归母净利率在 5%-6%之间，并予以 2026 年 20 倍 PE，对应市值 33-39 亿元。

表12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603587	地素时尚	12.48	0.66	0.73	0.81	19	17	15
603877	太平鸟	12.32	0.51	0.62	0.66	24	20	19
603808	歌力思	8.86	0.57	0.70	0.79	16	13	11
	平均值					20	17	15

资料来源：ifind，国联民生证券研究所 注：股价为 2026 年 10 月 9 日收盘价，可比公司盈利预测取自 ifind 一致预期

2）医美业务：在可比公司的选择上，我们选取美丽田园医疗健康、爱美客、锦波生物作为可比公司，三家可比公司 2026 年平均 PE 为 20 倍。基于模型，我们预测医美分部的归母净利率在 4.5%-5.5%之间，目前朗姿聚焦区域性布局，区域龙头品牌效应持续释放，轻医美门店模型打磨后进入扩张阶段，随着公司持续发挥集团化运营优势，议价能力稳步提升、集采降低成本压力，经营效率有望持续优化，予以 2026 年 25 倍 PE，对应市值 40-49 亿元。

综上所述，我们认为 2026 年朗姿基于当前业务布局和发展的合理市值在 72-88 亿元左右。

表13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价（元/港元）	EPS（元）			PE（X）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2373	美丽田园医疗健康	18.08	1.73	2.09	2.44	9	7	6
300896	爱美客	95.03	3.40	3.85	5.26	28	25	18
920982	锦波生物	130.30	5.74	6.87	7.94	23	19	16
	平均值					20	17	14

资料来源：ifind，国联民生证券研究所 注：股价为 2026 年 10 月 9 日收盘价，港股公司股价单位为港元，汇率 1HKD=0.86CNY，可比公司盈利预测取自 ifind 一致预期

5.3 投资建议

公司品牌孵化与并购整合运作能力持续提升，作为以医美为核心、多品牌协同发展的头部医美机构，后续有望充分受益于议价权提升、行业集中度提升，随着多品牌矩阵布局持续完善，业务规模有望持续扩张，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 68.37/76.72/85.12 亿元，同增 13.9%/12.2%/10.9%，归母净利润分别为 3.38/4.26/4.90 亿元，同比-66.2%/26.1%/15.0%，当前股价对应 PE 分别为 23/18/16 倍，维持“谨慎推荐”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

1）市场竞争加剧。医美市场进入者数量提升，伴随下游医美机构稳步开店，市场获客成本与价格竞争加剧可能影响客流与客单表现。

2）并购进展不及预期。公司未来医美业务扩张方式主要依赖品牌并购，若后续并购整合进度不及预期，将影响业绩兑现。

3）监管政策变动。医美行业监管整体趋严，若后续政策端变动，可能影响上游供给端格局、下游机构利润结构。

4）商誉减值风险。公司持续并购医美机构，产生较多商誉，若标的盈利情况不及预期，将产生商誉减值风险。



下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**6,003**	**6,837**	**7,672**	**8,512**
营业总收入增长率	2.8%	13.9%	12.2%	10.9%
营业成本	2,422	2,620	2,918	3,226
毛利	**3,580**	**4,217**	**4,755**	**5,286**
毛利率	59.6%	61.7%	62.0%	62.1%
营业税金及附加	29	34	38	43
销售费用	2,437	2,775	3,107	3,438
管理费用	503	579	642	704
研发费用	103	104	124	146
财务费用	84	74	75	71
投资收益	915	23	24	24
资产减值损失	-20	-20	-22	-24
信用减值损失	-1	2	2	2
公允价值变动损益	-31	-40	0	0
其他收益	8	21	23	26
资产处置收益	-2	2	2	2
营业利润	**1,293**	**638**	**797**	**913**
营业外收支	-15	-11	-6	-4
利润总额	1,278	627	791	909
所得税	231	188	237	273
净利润	**1,047**	**439**	**554**	**636**
少数股东损益	48	101	127	146
归属于母公司净利润	**999**	**338**	**426**	**490**
归母净利润率	16.6%	4.9%	5.6%	5.8%
归母净利润增长率	283.4%	-66.2%	26.1%	15.0%
EBIT	495	747	868	982
EBITDA	830	1,087	1,211	1,328
EBITDA 增长率	3.8%	31.0%	11.4%	9.7%
每股收益（元）	2.26	0.76	0.96	1.11

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	801	905	1,363	1,855
应收账款及票据	149	190	213	236
存货	1,242	1,310	1,459	1,613
其他流动资产	597	454	472	491
流动资产合计	**2,789**	**2,859**	**3,507**	**4,195**
长期股权投资	771	787	803	820
固定资产	698	706	719	733
使用权资产	697	697	697	697
无形资产	403	403	403	403
在建工程	5	16	24	30
其他非流动资产	3,212	3,145	3,064	2,982
非流动资产合计	**5,786**	**5,755**	**5,710**	**5,665**
资产合计	**8,575**	**8,613**	**9,217**	**9,859**
短期借款	1,113	1,473	1,473	1,473
应付账款及票据	253	260	289	320
其他流动负债	1,907	1,756	1,957	2,158
流动负债合计	**3,273**	**3,489**	**3,719**	**3,951**
长期借款及应付债券	419	399	399	399
其他长期负债	847	836	836	836
非流动负债合计	**1,266**	**1,235**	**1,235**	**1,235**
负债合计	4,539	4,724	4,953	5,186
股本	442	442	442	442
少数股东权益	634	735	862	1,008
股东权益合计	**4,035**	**3,890**	**4,264**	**4,674**
负债和股东权益合计	**8,575**	**8,613**	**9,217**	**9,859**

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,047	439	554	636
折旧和摊销	334	340	342	346
营运资金变动	-231	-109	20	14
经营活动现金流	**445**	**785**	**998**	**1,078**
资本开支	-105	-169	-128	-128
投资	508	142	0	0
投资活动现金流	**442**	**1**	**-121**	**-121**
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-44	140	0	0
支付股利和利息	-210	-611	-262	-309
筹资活动现金流	**-578**	**-683**	**-419**	**-466**
现金净流量	**305**	**104**	**459**	**491**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	12.52	5.11	6.21	6.67
净资产收益率 ROE	29.38	10.71	12.53	13.37
偿债能力（%）				
付息债务率	29.82	31.31	29.26	27.36
资产负债率	52.94	54.84	53.74	52.60
经营效率				
应收账款周转天数	9.65	8.92	9.46	9.51
存货周转天数	178.32	175.33	170.82	171.40
应付账款周转天数	38.73	34.87	33.21	33.33
总资产周转率	0.72	0.80	0.86	0.89
估值分析（倍）				
P/E	8	23	18	16
P/S	1.3	1.1	1.0	0.9
P/B	2.2	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	12	9	8	7
分红水平				
每股股利（元）	1.20	0.41	0.51	0.59
股利支付率（%）	53.13	53.13	53.13	53.13
股息收益率（%）	6.94	2.35	2.96	3.41

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： 朗姿股份发展历史复盘 4
图 2： 朗姿股份股权架构 5
图 3： 2020-2025 年分业务营收 6
图 4： 2021-2025 年分业务营收增速 6
图 5： 2025 年分业务营收占比 6
图 6： 2020-2025 年分业务毛利率 6
图 7： 2020-2025 年分渠道营收 7
图 8： 2021-2025 年分渠道营收增速 7
图 9： 2025 年分渠道营收占比 7
图 10： 2020-2025 年分渠道毛利率 7
图 11： 中国医美市场规模与预测 8
图 12： 2020-2025 年医美分品类械三拿证数量（张） 8
图 13： 2015-2024 年医美企业注销数量 10
图 14： 公司旗下主要医美品牌营收（亿元） 11
图 15： 公司旗下主要医美品牌毛利率 11
图 16： 公司医美机构的城市布局 12
图 17： 公司旗下医美机构的门店数量（家） 12
图 18： 芙妮薇玻尿酸产品 13
图 19： 深圳米兰柏羽 BRAVOU 神仙水新品发布 13
图 20： 医美机构获客拆解 14
图 21： 2020 年以来毛销差持续提升 14
图 22： 女装业务分品牌收入（亿元） 16
图 23： 女装业务分渠道收入结构 16
图 24： 女装业务分渠道收入增速 16
图 25： 女装主要线上平台收入增速 16
图 26： 婴童业务主要品牌定位及市场布局 17
图 27： Ettoi 品牌服装产品展示 17
图 28： 婴童业务分品牌收入（亿元） 18
图 29： 婴童业务分渠道收入结构 18
图 30： 2020-2026H1 收入（亿元）及增速 19
图 31： 2020-2026H1 归母净利润（亿元）及增速 19
图 32： 2020-2026H1 公司毛利率与归母净利率 20
图 33： 2020-2026H1 公司期间费用率 20

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 公司核心管理层介绍 5
表 2： 医美机构单店成本结构拆解 9
表 3： 医美领域并购情况 10
表 4： 公司旗下主要医美品牌市场定位 11
表 5： 医美相关主要基金投资 13
表 6： 女装业务主要自有品牌定位及产品布局 15
表 7： 本期员工持股计划参加对象及持有份额的情况 20
表 8： 考核目标设置 21
表 9： 考核年度业绩测算 21
表 10： 朗姿股份分品类收入、毛利率预测 23
表 11： 朗姿股份费用率预测 23
表 12： 可比公司估值表 24
表 13： 可比公司估值表 24
公司财务报表数据预测汇总 26

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室