双业焕新，日就月将

朗姿股份首次覆盖报告

核心观点

- **公司形成医美、女装及婴童三大业务布局，医美成为主要增长动力。**公司以中高端女装起家，通过品牌培育与外延并购，拓展至婴童及医美领域。2018-2025 年，公司营收由 26.62 亿元增至 60.03 亿元，CAGR 为 12.32%。分业务看，医美营收由 4.79 亿元增至 30.26 亿元，CAGR 达 30.12%；女装营收由 13.80 亿元增至 19.99 亿元，CAGR 为 5.44%；婴童营收由 6.61 亿元增至 9.36 亿元，CAGR 为 5.10%。
- **医美上游供给扩容与监管趋严利好合规头部机构，公司规模与运营优势有望推动医美盈利改善。行业层面，**上游注射材料获批产品增加，同类产品竞争加剧，丰富了下游机构的产品选择，有望增强具备规模采购能力的连锁机构议价能力。同时，下游医美服务市场仍较为分散，随着监管持续覆盖机构资质、药械使用及营销宣传等环节，违规经营空间进一步压缩，具备医生、品牌及管理优势的合规机构有望承接转移需求。**公司层面，**公司通过集中采购降低材料成本，带动 2026H1 医美业务毛利率同比+4.77pct 至 59.50%。同时，监管趋严有望推动需求向合规头部机构集中，缓解低价引流和营销获客的竞争压力，叠加公司提高获客精准度、加强老客复购运营，费用率有望优化，使毛利增量更多转化为净利润。2026H1 医疗管理分部经营利润率由上年同期的 5.54%提升至 10.01%，呈现毛利率与净利率同步改善的趋势。
- **女装线上增长与线下渠道调整放缓，婴童产品及渠道优化，有望共同推动服饰业务经营改善。女装方面，**LF25 通过产品年轻化、灵活供给及分层运营提升线上经营表现，2026H1 女装线上营收同比+36.24%，带动女装整体营收同比+13.44%；同期线下营收降幅收窄至 6.21%，净关店数由上年同期的 34 家减少至 24 家，渠道调整压力缓和。未来随着线上规模扩大、货品管理及线下门店效率改善，女装业务盈利能力有望提升。**婴童方面，**公司通过拓展用品、优化货品结构与折扣管理，并加强线上渠道建设改善经营，2026H1 婴童营收同比+2.99%，其中用品营收同比+8.74%、线上营收同比+41.84%，板块毛利率同比+1.73pct 至 64.09%。我们认为，女装渠道结构优化与婴童经营效率提升，有望为公司整体盈利改善提供增量支撑。

盈利预测与投资建议

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-28 年归母净利为 3.34/4.64/5.56 亿元，基于 2027 年可比公司调整后平均估值，予以公司 27 年 19 倍 PE，对应公司目标价为 20.32 元，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；消费需求不及预期；商誉减值；权益投资公允价值波动

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,837	6,003	6,599	7,190	7,738
同比增长(%)	*2.3%*	*2.8%*	*9.9%*	*9.0%*	*7.6%*
营业利润(百万元)	396	1,293	534	691	821
同比增长(%)	*12.7%*	*226.2%*	*-58.7%*	*29.3%*	*18.9%*
归属母公司净利润(百万元)	261	999	334	464	556
同比增长(%)	*2.7%*	*283.4%*	*-66.6%*	*39.0%*	*19.8%*
每股收益（元）	0.59	2.26	0.76	1.05	1.26
毛利率(%)	58.8%	59.6%	60.2%	60.7%	61.0%
净利率(%)	4.5%	16.6%	5.1%	6.5%	7.2%
净资产收益率(%)	8.1%	31.9%	10.1%	13.8%	15.0%
市盈率	28.4	7.4	22.1	15.9	13.3
市净率	2.6	2.2	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年09月30日）	16.72 元
目标价格	20.32 元
52 周最高价/最低价	21.94/10.61 元
总股本/流通 A 股（万股）	44,245/26,136
A 股市值（百万元）	7,398
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 10 月 09 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.96	11.39	49.15	4.86
相对表现%	0.57	16.85	61.64	10.96
沪深 300%	-3.53	-5.46	-12.49	-6.1



证券分析师

陈笑 执业证书编号：S0860525100005
chenxiao2@orientsec.com.cn
021-63326320
郑紫舟 执业证书编号：S0860526050001
zhengzizhou@orientsec.com.cn
021-63326320
刘彦菁 执业证书编号：S0860526070001
liuyanjing@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、公司概况：泛时尚消费集团，医美+服装双轮驱动.....5
1.1 从女装龙头走向泛时尚集团.....5
1.2 实控人持股集中，复合团队+持股激励护航发展.....6
1.3 财务表现：医美成核心支柱，整体盈利能力回升.....8
二、医美：行业扩容，连锁规模与运营优势驱动盈利提升.....11
2.1 轻医美持续增长，上游供给扩容与监管趋严利好头部机构.....11
2.2 连锁规模优势凸显，采购与运营优化推动盈利提升.....14
三、女装：行业需求分化，公司多品牌差异化布局与线上高增破局.....18
3.1 中高端女装需求分化，差异化品牌与线上渠道表现突出.....18
3.2 LF25 驱动线上高增，朗姿主品牌定位线下高端.....19
四、婴童：依托阿卡邦品牌基础，渠道优化与产品调整推动经营改善.....24
4.1 韩国出生人口回升，品质化与线上消费拓宽婴童市场空间.....24
4.2 阿卡邦与爱多娃构成收入基础，产品及渠道优化推动经营改善.....26
五、盈利预测与投资建议.....29
5.1 盈利预测.....29
5.2 投资建议.....30
六、风险提示.....31

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司主业由女装、婴童、医美三大板块构成 5
图 2：公司发展历程分成三大阶段 6
图 3：公司的实际控制人为申东日、申今花兄妹 6
图 4：公司收入由医美、女装和婴童三大块业务贡献 9
图 5：归母净利润因投资损益影响存在较大波动 9
图 6：公司毛利率在波动中回升 9
图 7：剔除投资收益变动和公允价值波动后的净利率波动上行 10
图 8：女装业务净利率在 24 年后呈现回升 10
图 9：公司销售费用率维持较高水平 10
图 10：2018—2026H1 经营性现金流均保持净流入 10
图 11：预计 2026-2030 年轻医美市场规模持续提升 11
图 12：2020-2021 年中国玻尿酸注射材料销售额市场份额集中 11
图 13： 2019 年中国正规肉毒素市场销售额份额以保妥适和衡力为主 11
图 14：2021 年轻医美机构市场份额高度分散 12
图 15：各公司医美机构数量显著增加 12
图 16：上游材料企业近几年盈利能力下滑 14
图 17：医美机构企业近几年毛利率提升 14
图 18：2016 年以来公司持续布局医美业务 14
图 19：2026H1 医美收入呈现双位数增长 15
图 20：非手术医美为主要医美收入来源 15
图 21：米兰柏羽贡献主要医美收入（亿元） 15
图 22：截至 2026H1 晶肤门店数量达到 32 家 15
图 23：朗姿股份医美业务收入体量高于其他机构 16
图 24：朗姿股份旗下医美机构毛利率在 2026H1 呈现显著提升 17
图 25：高端女装品牌收入增速表现分化 18
图 26：消费者首次尝新重视品牌设计辨识度 19
图 27：部分中高端女装品牌线上增速优于线下 19
图 28：2026H1 女装收入呈现双位数增长 20
图 29：朗姿品牌贡献主要女装收入 20
图 30：截至 2026H1 公司女装线上收入占比过半 21
图 31：2018-2026H1 公司女装直营门店数量波动 21
图 32：2025 年以来，女装收入呈现持续增长 21
图 33：2026 年女装线上收入增长超过 30% 21
图 34：LF25 在产品上提高设计款占比至 50% 22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 35：女装线上占比逐步提升 23
图 36：女装业务净利率自 2024 年以来呈现持续提升 23
图 37：2026H1 线下女装收入降幅收窄 24
图 38：2023—2025 年女装店铺经营模式结构 24
图 39：韩国出生人口在 2024 年开始连续回升 24
图 40：2026H1 韩国高端婴童品类增速优于整体婴童品类收入增速 25
图 41：服装与婴儿品类贡献 W Concept 婴童礼赠销售额的 78% 25
图 42：2026H1 公司婴童业务收入增速稳定 26
图 43：阿卡邦贡献婴童业务主要收入 26
图 44：婴童业务收入主要由线下自营贡献 27
图 45：2023 年以来婴童门店数量变动幅度较小 27
图 46：以服饰为基础拓展用品需求 27
图 47：公司婴童业务盈利能力持续提升 28

表 1：朗姿股份核心团队履历 7
表 2：公司第四期员工持股计划绑定核心团队利益 8
表 3：截至 2026 年 3 月获批注射材料数量显著增加 12
表 4：2020 年以来，医美监管政策持续出台 13
表 5：多品牌布局与门店扩张支撑医美业务规模提升 16
表 6：2026H1 公司医美业务经营利润率呈现显著提升 18
表 7：朗姿股份旗下品牌的主要产品价格带均处于千元以上 20
表 8：LANCY FROM25 针对新老客实施差异化运营 22
表 9：朗姿股份婴童业务覆盖婴幼儿服饰及用品的品牌矩阵 26
表 10：可比公司估值情况 30

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

一、公司概况：泛时尚消费集团，医美+服装双轮驱动

1.1 从女装龙头走向泛时尚集团

朗姿股份成立于 2006 年，是以中高端女装起家、逐步拓展至医疗美容与绿色婴童领域的泛时尚消费集团。公司围绕消费者的时尚与美丽需求，通过自主品牌培育、品牌代理运营及投资并购，形成了时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大业务板块。其中，女装业务以朗姿、莱茵等品牌为基础，婴童业务依托韩国上市公司阿卡邦展开，医美业务则通过米兰柏羽、晶肤医美、韩辰医美等品牌推进连锁化布局，逐步形成服饰品牌经营与医美服务并行发展的业务格局。

图 1：公司主业由女装、婴童、医美三大板块构成



数据来源：公司公告，东方证券研究

公司发展历程可以分为三大阶段：

- **高端女装与资本平台搭建期（2006—2014 年）**

深耕中高端女装，上市夯实品牌扩张基础。公司成立初期聚焦中高端女装市场，围绕品牌设计、产品开发与终端零售建立经营体系，通过朗姿、莱茵等品牌满足女性消费者差异化的时尚需求。2011 年 8 月，公司成功登陆深交所，女装业务进入借助资本市场扩大品牌与渠道布局的新阶段。上市后，公司通过自主孵化与国际品牌代理等方式完善品牌组合，持续积累多品牌管理及零售运营能力，为后续跨品类拓展奠定基础。

人在草木间

- **绿色婴童延展与医美切入期（2014—2022 年）**

从女装向多元时尚消费延伸，培育医美第二增长曲线。2014 年，公司投资韩国童装上市公司阿卡邦并成为其第一大股东，将业务延伸至婴幼儿服装及用品领域，绿色婴童板块正式落地。2016 年，公司战略投资韩国医疗美容服务集团 DMG，并收购控股米兰柏羽、晶肤医美两大品牌及旗下六家医疗美容机构，正式进入国内医美服务市场，形成高端综合医美与轻医美连锁相结合的业务布局。2018 年，公司收购西安高一生，进一步强化西北地区的医美业务基础。此后，公司通过自建机构与外延并购持续扩张，并参与设立医美并购基金，为后续优质机构的培育和整合储备资源，逐步形成女装、婴童、医美三大业务并行的发展框架。

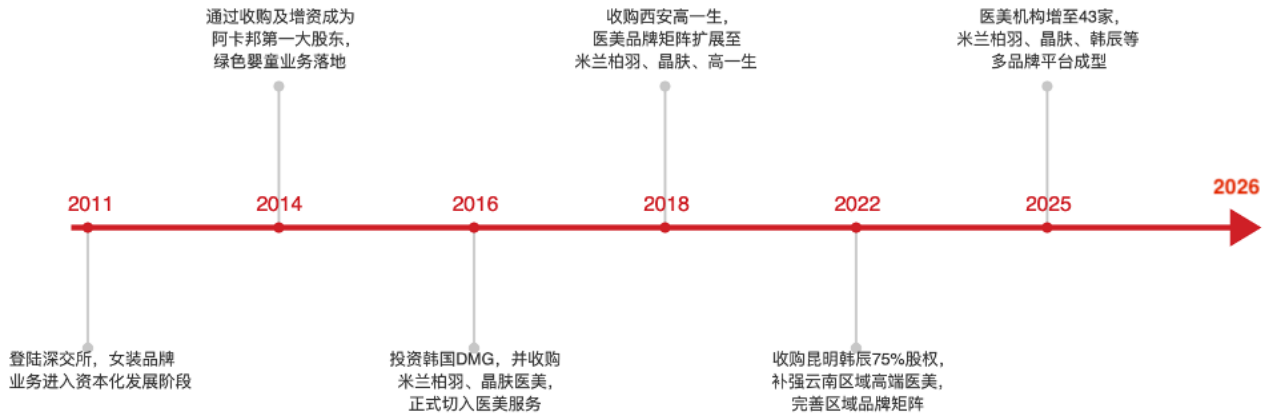
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

- **医美整合与平台深化期（2022 年至今）**

持续整合区域优质机构，推进全国布局与精细化运营。2022 年，公司收购昆明韩辰 75%股权，进一步完善西南地区医美品牌矩阵；2023 年将武汉五洲、武汉韩辰纳入上市公司体系，向华中市场延伸；2024 年进一步整合郑州米兰、北京米兰及湖南雅美，扩大重点城市覆盖。2025 年，公司完成重庆米兰 67.5%股权收购，年末医美机构达到 43 家，多品牌、跨区域的连锁平台进一步成型。在规模扩张的同时，公司持续推进医疗质量管理、数字化运营与集中采购，强化旗下机构的标准化经营能力。

图 2：公司发展历程分成三大阶段



数据来源：公司公告，东方证券研究

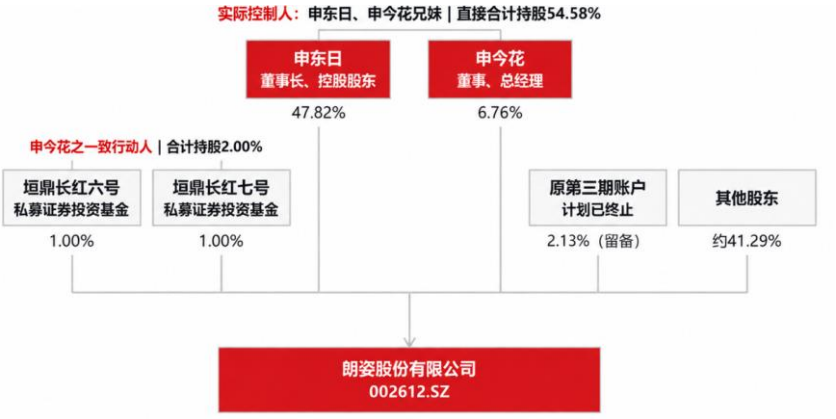
1.2 实控人持股集中，复合团队+持股激励护航发展

公司股权结构较为集中，实际控制人为申东日、申今花兄妹。申东日担任董事长及控股股东，申今花担任董事、总经理。截至 2026 年 6 月末，两人分别直接持股 47.82%和 6.76%，加上申今花一致行动人“烜鼎长红六号”“烜鼎长红七号”各持有的 1.00%股份，实际控制人及其一致行动人合计持股约 56.58%。此外，公司于 2026 年 5 月提前终止第三期员工持股计划，将其持有的 942 万股留备用于新一期计划，第四期员工持股计划于 8 月 25 日获股东会通过，拟通过大宗交易受让上述不超过 942 万股股份，对应总股本约 2.13%。

图 3：公司的实际控制人为申东日、申今花兄妹

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind，东方证券研究

备注：股权结构数据截至 2026 年 6 月 30 日；第四期员工持股计划于 2026 年 9 月 3 日完成证券账户开户，实施进展截至 2026 年 9 月 28 日。

公司管理团队兼具服饰品牌运营、医美机构管理与财务资本运作经验。创始人申东日、申今花兄妹长期参与公司经营，形成以创始团队为核心、专业管理人员分工负责的管理架构。服装板块由常静等人员负责品牌经营，医美板块由赵衡及旗下品牌负责人推进机构运营；核心成员拥有 IBM、安永、医美机构及证券资管等从业经历，为公司多业务协同、精细化管理与投资整合提供支持。

表 1：朗姿股份核心团队履历

姓名	职务	年龄	学历及专业背景	主要工作经历及现任职责
申东日	董事长	53 岁	长江商学院 EMBA	公司创始人、实际控制人之一；兼任朗姿服饰、北京莱茵、朗姿医疗等公司董事长。
申今花	董事、总经理	51 岁	长江商学院 EMBA	公司创始人、实际控制人之一；兼任朗姿服饰、北京莱茵董事及总经理，长期参与服装业务经营。
赵衡	职工代表董事、朗姿医管总经理	41 岁	清华大学博士研究生，工学博士	曾任公司投资总监，现负责朗姿医管经营管理。
常静	副总经理	52 岁	西安交通大学管理学硕士；高级会计师	曾任 IBM 中国高级咨询经理；现兼任服装板块总裁、朗姿事业部总经理。
王建优	副总经理、董事会秘书	62 岁	管理学博士、经济学博士后；注册会计师	具有多家企业董事及独立董事任职经历，现负责公司董秘相关工作。
侯立成	财务总监	50 岁	天津工业大学本科；PMP 认证	曾任 IBM 中国高级咨询经理、公司财务副总监；现兼任信息总监。
朱杨柳	总经理助理	47 岁	大专；四川大学 HMBA 医院管理高级研修班	自 2013 年 9 月起任四川米兰柏羽总经理；兼任朗姿医管副总经理、米兰柏羽事业部总经理。
蒲兵	总经理助理	52 岁	湖南商学院本科；中级会计师	曾任 IBM 中国、安永中国高级咨询经理；兼任医美事业部财务总监及人力资源总监。
马剑华	总经理助理	46 岁	仰恩大学本科，管理学学士	曾任广州美莱财务总监；现兼任韩辰事业部及昆明韩辰总经理。
王闯	总经理助理	36 岁	北京林业大学本科	现兼任朗姿 LANCY FROM25 事业部总经理。
于飞	总经理助理	45 岁	加拿大卡尔加里大学硕士研究生	现兼任莱茵事业部总经理。
杨岚	总经理助理	43 岁	厦门大学经济学学士、清华大学工商管理硕士	曾在银河证券、中信证券及保险资管机构从事研究、投资工作；现兼任投资者关系总监。

数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

第四期员工持股计划绑定核心团队利益，彰显公司推动收入增长与盈利提升的中长期发展决心。2026 年 8 月，公司第四期员工持股计划获股东会通过，拟覆盖不超过 149 名董事、高管及核心骨干，涉及股份不超过 942 万股，占总股本的 2.13%。考核方面，计划设置 2026—2028 年、2026—2030 年两个考核期间，均以 2025 年收入为基数，将期间最高年度收入增加额的目标值、触发值分别设为 105 亿元、45 亿元，并将期间平均净利润率的目标值、触发值分别设为 10%、4%；个人绩效达成比例低于 80%则不得解锁。初始份额对应股票在过户满 30 个月、54 个月后分两期各解锁 50%，实际解锁数量与公司及个人考核结果挂钩。**我们认为，该计划通过较长激励周期和收入、利润率双重约束，将核心团队收益与经营成果相联系，体现公司兼顾规模扩张与增长质量、推动长期价值创造的发展导向。**

表 2：公司第四期员工持股计划绑定核心团队利益

考核期间	收入增加额触发值	收入增加额目标值	平均净利润率触发值	平均净利润率目标值
2026—2028 年	45 亿元	105 亿元	4%	10%
对应 3 年 CAGR	20.51%	40.10%		
2026—2030 年	45 亿元	105 亿元	4%	10%
对应 5 年 CAGR	11.84%	22.44%		

数据来源：公司公告，东方证券研究

1.3 财务表现：医美成核心支柱，整体盈利能力回升

公司围绕“时尚女装、医疗美容、绿色婴童”三大业务板块，形成覆盖服饰消费与医美服务的泛时尚业务布局。女装业务依托朗姿、莱茵等品牌开展多品牌运营，医美业务通过米兰柏羽、晶肤医美、韩辰医美等品牌推进连锁布局，婴童业务则以阿卡邦及旗下品牌为基础。随着医美业务规模扩大，公司收入结构由女装主导逐步转向医美与服饰业务并行，医美已成为第一大收入来源。

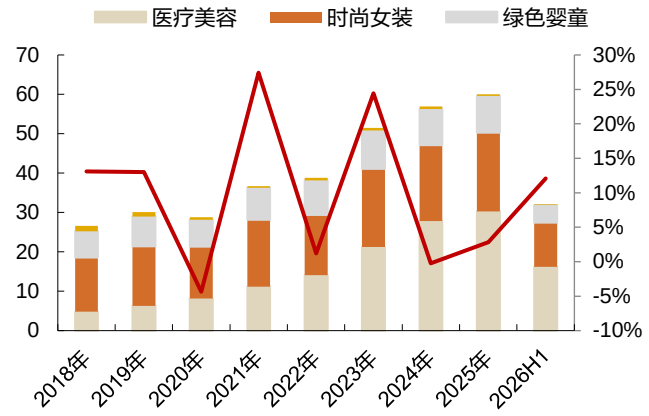
医美业务扩张推动收入规模增长，投资损益带来归母净利润波动。

- **营收：**2018—2025 年，公司营收由 26.62 亿元增长至 60.03 亿元，CAGR 为 12.32%。其中，医美业务收入由 4.79 亿元增至 30.26 亿元，CAGR 达 30.12%，成为主要增长来源；女装及婴童业务同期收入 CAGR 分别为 5.44%和 5.10%。2026H1 实现并将期间平均净利润率的目标值、触发值分别设为 10%、4%；营收 32.08 亿元，同比增长 12.06%，其中医美收入占比达到 50.45%。
- **归母净利润：**2018—2025 年，公司归母净利润由 2.10 亿元增至 9.99 亿元，CAGR 为 24.92%；扣非归母净利润由 1.90 亿元增至 2.69 亿元，CAGR 为 5.15%。两者增速差异较大，主要与 2025 年处置若羽臣部分股权确认投资收益及剩余股权重估有关。进一步剔除投资收益及公允价值变动损益后，按简化口径测算，调整后归母净利润呈现波动：2018—2019 年分别为-0.91 亿元和-1.01 亿元，2020—2021 年转正至 0.43 亿元和 1.31 亿元；2022 年回落至-0.35 亿元，2023—2024 年恢复至 1.78 亿元和 2.33 亿元，2025 年降至 1.15 亿元，2026H1 为 1.34 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

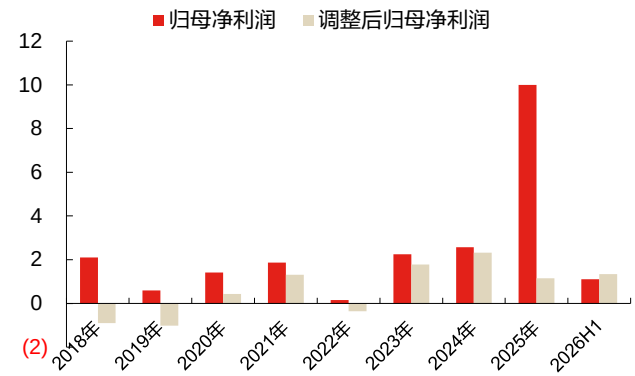
仅供内部参考，请勿外传

图 4：公司收入由医美、女装和婴童三大块业务贡献



数据来源：Wind，东方证券研究
单位：亿元

图 5：归母净利润因投资损益影响存在较大波动

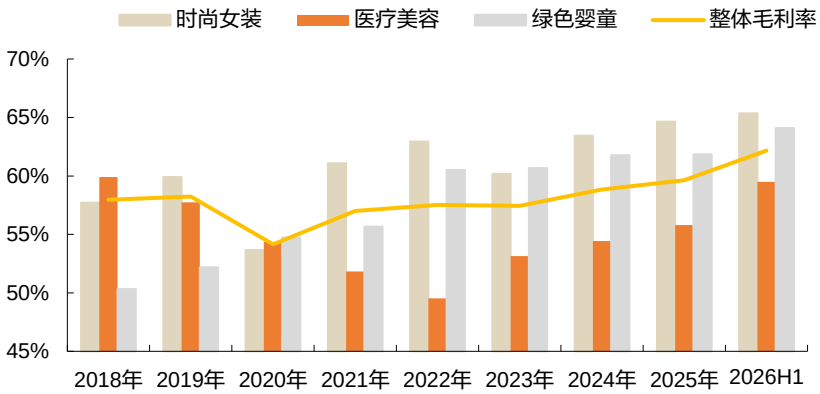


数据来源：Wind，东方证券研究
单位：亿元
备注：调整后归母净利润=归母净利润- 投资收益 - 公允价值变动损益

公司毛利率在波动中回升，女装及医美业务盈利能力改善提供支撑。

- **毛利率：**公司整体毛利率同时受到各板块盈利水平和收入结构变化的影响。2018—2022 年，公司毛利率主要在 54%—58%之间波动，其中 2020 年受疫情冲击，线下服装销售承压，加之部分运输费用调整至营业成本，毛利率降至阶段性低点。此后，公司毛利率逐步恢复，由 2023 年的 57.44%提升至 2025 年的 59.65%。从业务表现看，2025 年女装及医美毛利率分别达到 64.63%和 55.80%，同比提升 1.18 和 1.38 个百分点；服装线上渠道毛利率改善，以及医美材料成本下降，共同支撑整体盈利能力提升。2026 年上半年，医美业务毛利率同比提升 4.77 个百分点至 59.50%，推动综合毛利率进一步升至约 62.16%。
- **合并利润率：**按直接剔除投资收益及公允价值变动损益的简化口径，公司调整后合并利润率由 2022 年的-0.24%修复至 2024 年的 4.85%，2025 年回落至 2.70%，2026H1 回升至 5.76%，整体呈现波动修复。

图 6：公司毛利率在波动中回升

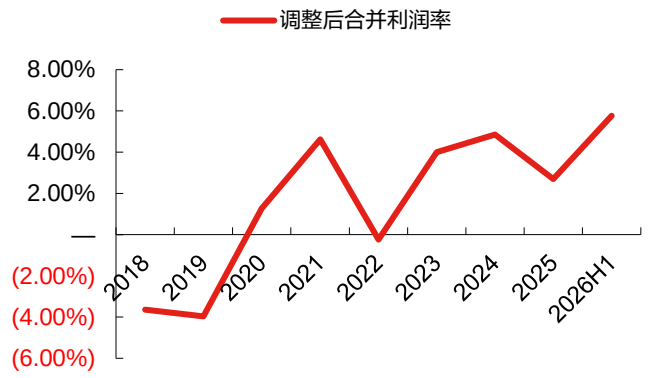


数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

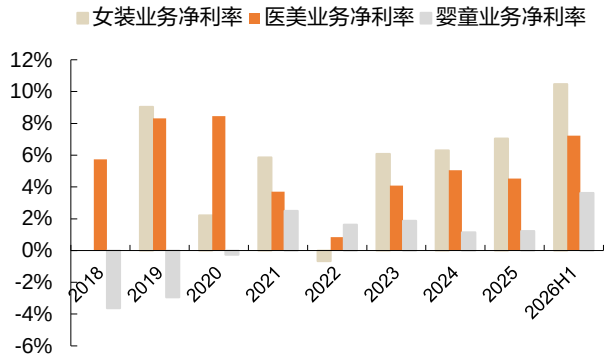
图 7：剔除投资收益变动和公允价值波动后的净利率波动上行



数据来源：Wind，东方证券研究

备注：调整后合并利润率=（净利润－投资收益－公允价值变动损益）÷营业收入

图 8：女装业务净利率在 24 年后呈现回升

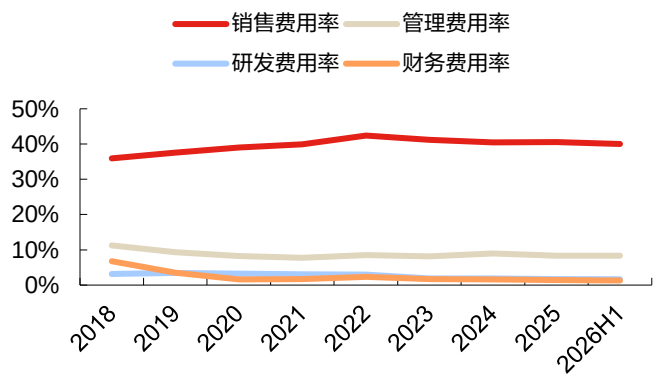


数据来源：Wind，东方证券研究

销售费用率维持高位但趋于稳定，其他费用率有所优化，经营现金流持续保持净流入。

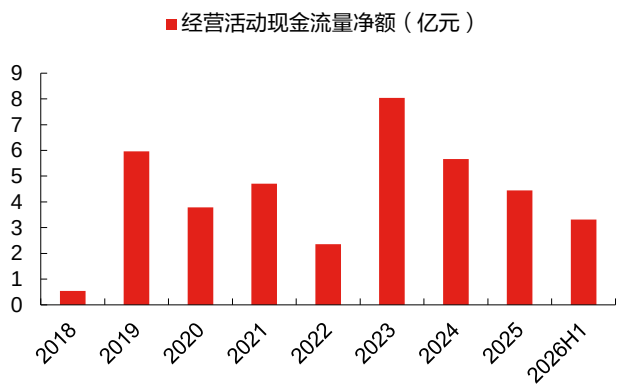
- **销售费用率：** 由 2018 年的 35.94%升至 2022 年的 42.41%，此后回落至 2025 年的 40.59%，2026H1 为 40.06%。我们认为，较高的销售费用率与女装渠道运营及医美营销获客投入有关。
- **管理及财务费用率：** 2023 年以来，管理费用率总体维持在 8%—9%左右，2025 年及 2026H1 分别为 8.37%和 8.32%；财务费用率同期分别为 1.41%和 1.30%。管理费用率趋稳、财务费用负担减轻，有助于支撑盈利水平。
- **研发费用率：** 由 2021 年的 3.07%降至 2025 年的 1.72%，2026H1 为 1.65%，相关支出主要包括研发人员薪酬、设计咨询及样衣等费用。
- **经营净现金流：** 2023 年经营现金流净额达到 8.04 亿元，2024 年受采购及人员支出增加等因素影响回落至 5.67 亿元，2025 年进一步降至 4.45 亿元；2026H1 为 3.31 亿元，同比增长 12.08%。我们认为，持续为正的经营现金流为日常运营提供了资金支持。

图 9：公司销售费用率维持较高水平



数据来源：Wind，东方证券研究

图 10：2018—2026H1 经营性现金流均保持净流入



数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

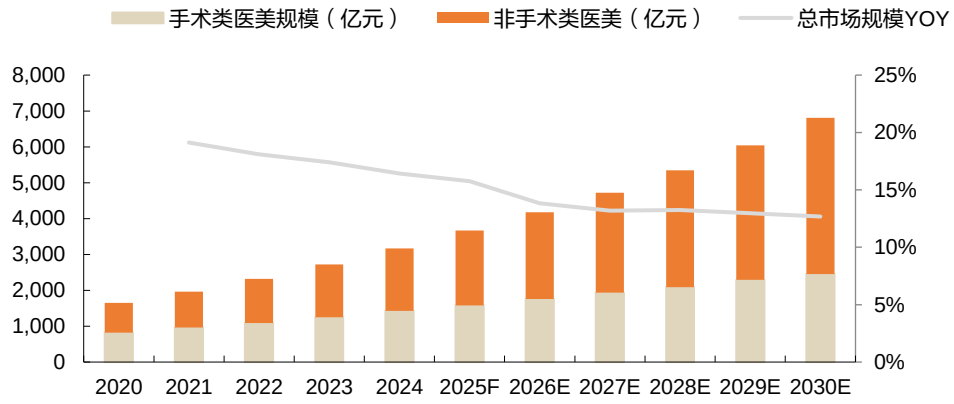
仅供内部参考，请勿外传

二、医美：行业扩容，连锁规模与运营优势驱动盈利提升

2.1 轻医美持续增长，上游供给扩容与监管趋严利好头部机构

轻医美已成为国内医美市场的主要增长动力。据罗兰贝格与美团医美《2025 医美行业白皮书》，2020—2024 年国内轻医美市场归母复合增速为 20.6%，高于整体医美市场的 17.8%；预计 2026 年整体市场规模达 4,173 亿元，2030 年轻医美规模达 4,357 亿元，2025-2030 年市场规模 CAGR 达到 15.83%，高于整体医美行业 CAGR 的 13.18%。**联合治疗与长期皮肤管理需求支撑行业持续增长。**轻医美的增长既来自微创、自然改善等需求带动的用户渗透，也来自消费方式向个性化联合治疗和持续管理转变。BCG 的 2025 年全球调研显示，81%的受访消费者认为联合治疗的效果能够支持其更高价格，反映出消费者对综合改善方案的认可。未来随着注射与光电项目组合更加丰富，具备专业诊疗和客户持续管理能力的机构，有望通过提高转化、复购及单客价值承接行业增长。

图 11：预计 2026-2030 年轻医美市场规模持续提升



数据来源：《2025 医美行业白皮书》，东方证券研究

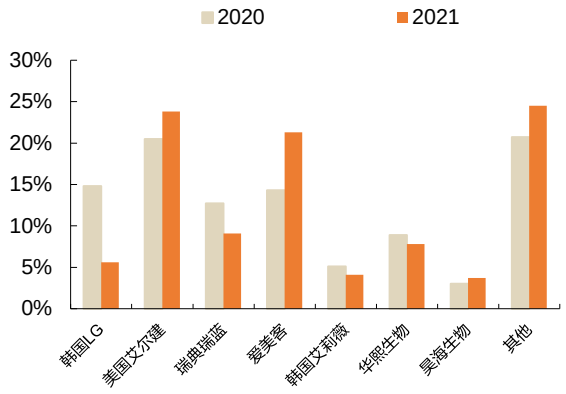
早期上游医美注射材料呈现头部集中、部分品类合规产品稀缺的特征。2021 年，国内玻尿酸获批产品已超过 40 款，但销售额仍集中于头部企业，艾尔建、爱美客的市场份额分别为 23.8%、21.3%，CR4 达到 62%；肉毒素合规产品仅 4 款，此前 2019 年保妥适、衡力的销售额份额约为 56%、44%；再生注射剂则于 2021 年集中商业化。

图 12：2020-2021 年中国玻尿酸注射材料销售额市场份额集中

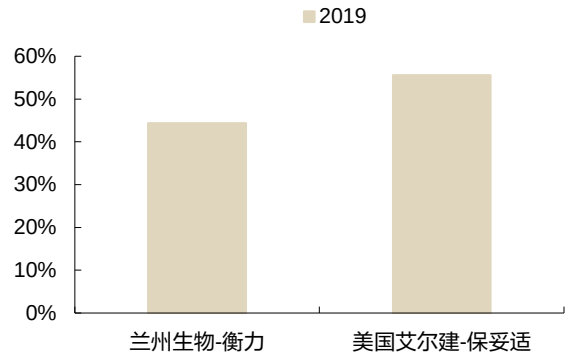
图 13：2019 年中国正规肉毒素市场销售额份额以保妥适和衡力为主

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：爱美客招股书，东方证券研究



数据来源：头豹《2021 年中国肉毒素行业短报告》，东方证券研究

随着获批产品增加，上游供给持续扩容，竞争加剧。据观研天下统计，2025 年 5 月至 2026 年 3 月，国内获批医美注射产品由 94 款增至 121 款，增长 28.7%。其中，玻尿酸由 69 款增至 82 款，新增 13 款，为供给增量的主要来源；胶原蛋白由 8 款增至 16 款，实现翻倍，再生材料由 11 款增至 16 款，增长 45.5%，新兴材料扩容明显。分来源看，国产（含港澳台）产品由 43 款增至 62 款，占比由 45.7%提升至 51.2%。

表 3：截至 2026 年 3 月获批注射材料数量显著增加

统计时间	分类	玻尿酸	肉毒素	胶原蛋白	再生材料
截至 2025 年 5 月	国产（含港澳台）批准数量	32	1	3	7
截至 2025 年 5 月	进口批准数量	37	5	5	4
截至 2025 年 5 月	**合计**	**69**	**6**	**8**	**11**
截至 2026 年 3 月	国产（含港澳台）批准数量	39	1	11	11
截至 2026 年 3 月	进口批准数量	43	6	5	5
截至 2026 年 3 月	**合计**	**82**	**7**	**16**	**16**

数据来源：观研天下，东方证券研究
单位：款

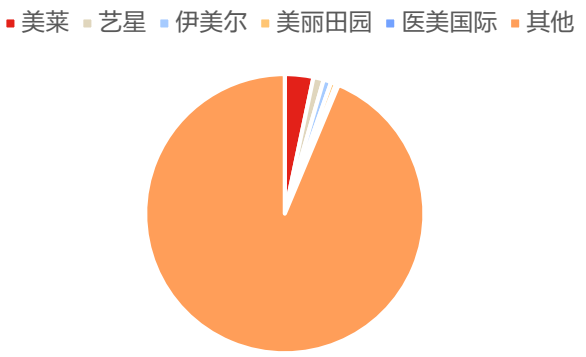
下游医美机构市场格局较为分散，头部连锁机构仍具备较大的整合空间。据美丽田园招股书，2021 年国内非手术类医美服务市场 CR5 仅约 6.3%，第一大机构美莱的市场份额约为 3.3%（按此份额测算其规模在约 33 亿）、艺星位列第二市场份额在 1.2%。近年来，部分头部机构通过内生扩张和外延并购逐步扩大经营规模，截至 2026 年 6 月末，朗姿股份、美丽田园分别拥有 46 家、31 家医美机构，已形成一定的跨区域服务网络。考虑到医美服务具有较强的本地化属性，头部机构有望通过区域深耕、品牌建设及并购整合，进一步扩大市场覆盖。

图 14：2021 年轻医美机构市场份额高度分散

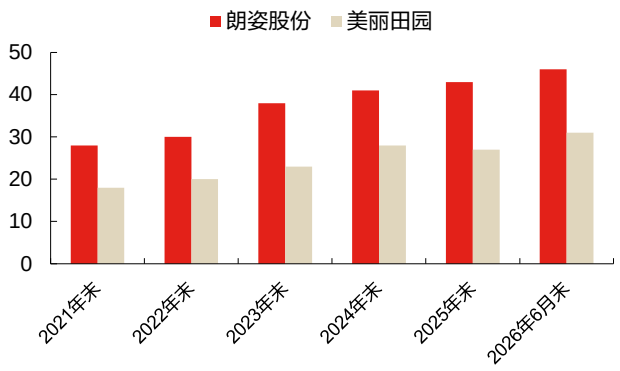
图 15：各公司医美机构数量显著增加

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传



数据来源：美丽田园招股书，东方证券研究



数据来源：公司公告，东方证券研究

政策监管持续推进，医美机构无序竞争缓和，合规头部机构有望获益。1）政策端，监管趋严。2020 年以来，监管持续覆盖机构准入、诊疗项目备案、广告宣传及药械使用等环节；2021 年开展打击非法医疗美容专项行动，2022—2023 年进一步集中治理虚假宣传、非法行医、假药械及价格欺诈，2023 年通过《指导意见》建立跨部门综合监管长效机制。**2）机构数量上，**艾瑞咨询统计，2019 年国内有资质医美机构约 1.3 万家，但非法经营店铺超 8 万家；至 2024 年 1 月，据国家卫健委统计，合规专科医美机构增至 1.86 万家；据朗姿股份 2025 年年报，2025 年超 1.8 万家黑机构被关停、超 320 名违规医生被吊销执照。**我们认为，监管趋严叠加经营压力，将进一步压缩违规经营空间；头部机构凭借资质、医生、品牌及集中采购优势，有望通过规模经营分摊合规成本，并承接退出主体释放的需求，推动市场份额提升。**

表 4：2020 年以来，医美监管政策持续出台

时间	政策文件或行动	发布 / 牵头部门	主要内容
2020 年 4 月 27 日发布	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》（国卫办监督发〔2020〕4 号）	国家卫健委等八部门	严格医疗美容机构设置审批、诊疗科目核定及项目备案；规范医师执业、药械采购使用和医疗广告发布；加强部门联动、信息公开及社会监督，打击无证行医和非法药械经营。
2021 年 6 月 10 日发布	《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》（国卫办监督函〔2021〕273 号）	国家卫健委等八部门	于 2021 年 6—12 月联合开展专项整治，重点打击非法医疗美容、非法制售药品和医疗器械，查处违法广告及互联网信息，规范医疗美容服务行为。
2022 年 9 月—2023 年 2 月开展	医疗美容行业突出问题专项治理行动	市场监管总局等十一部门	集中治理非法行医、假货频现、虚假宣传和价格欺诈等突出问题，清理违法机构、惩治违法人员、查办典型案件，并总结形成长效监管机制。
2023 年 5 月 4 日发布	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》（国市监广发〔2023〕22 号）	市场监管总局等十一部门	明确开展医疗美容须取得医疗机构执业许可或诊所备案；加强登记、审批与执业信息共享，完善联合检查、协同监管及行政执法与刑事司法衔接，建立常态化综合监管体系。
2025 年 12 月 25 日公布；2026 年 1 月 1 日起施行	《中华人民共和国增值税法实施条例》（国务院令第 826 号）	国务院	第二十七条明确，医疗服务免税条款所称的“医疗机构”不包括营利性美容医疗机构。因此，营利性美容医疗机构不能适用该项医疗服务增值税免税政策。

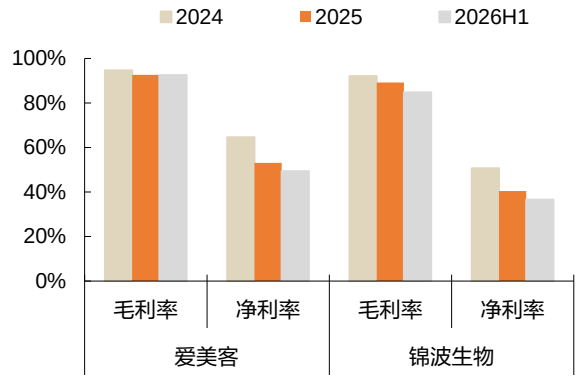
数据来源：国家卫健委，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

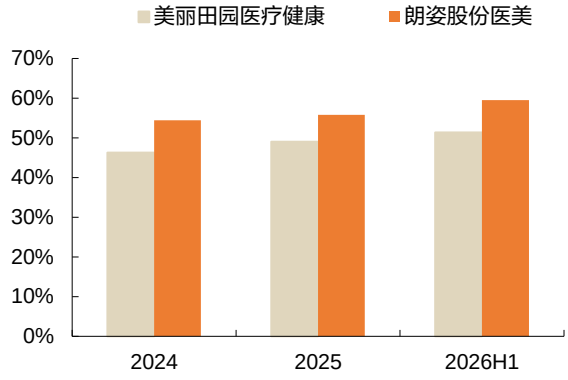
从产业链利润分配角度看，随着上游材料供给丰富，头部医美机构的采购议价能力增强，进一步带来产业链盈利能力分化。随着上游材料供给丰富，一方面拓宽机构的治疗方案，另一方面增加同类产品的采购选择，使具备集中采购和专业服务能力的连锁机构更容易实现成本优化。财务表现上，2024 年以来，爱美客、锦波生物的综合毛利率下降，美丽田园、朗姿股份医美业务毛利率提升，体现出部分头部机构盈利能力的改善。

图 16：上游材料企业近几年盈利能力下滑



数据来源：Wind，东方证券研究

图 17：医美机构企业近几年毛利率提升

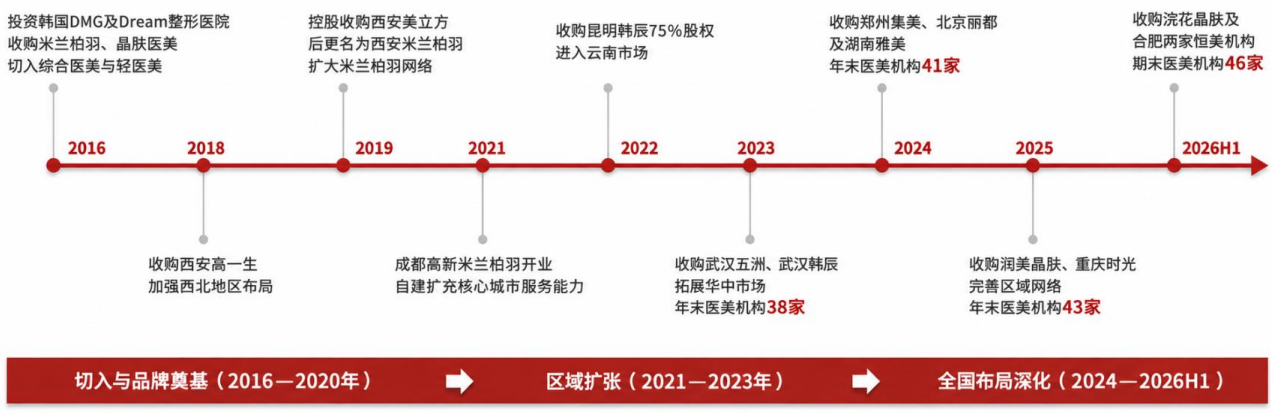


数据来源：Wind，东方证券研究

2.2 连锁规模优势凸显，采购与运营优化推动盈利提升

朗姿股份医美布局主要通过并购整合与自主建设共同推进，截至目前成为了覆盖多个区域的医美连锁网络。公司于 2016 年通过投资韩国医美企业、收购米兰柏羽及晶肤医美切入医美行业，随后引入高一生、韩辰、五洲、雅美等区域品牌，并通过自建医院及产业基金培育后收购的方式扩大布局，逐步形成综合医院与轻医美连锁协同发展的业务结构。截至 2026 年 6 月末，公司拥有 46 家医美机构，包括 13 家综合性医院和 33 家门诊部、诊所，另有 5 家生活美容机构。

图 18：2016 年以来公司持续布局医美业务



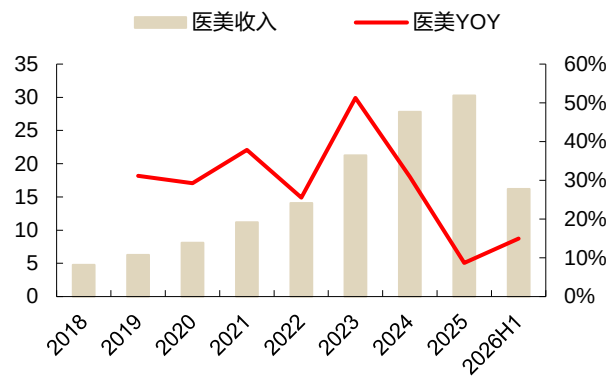
数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

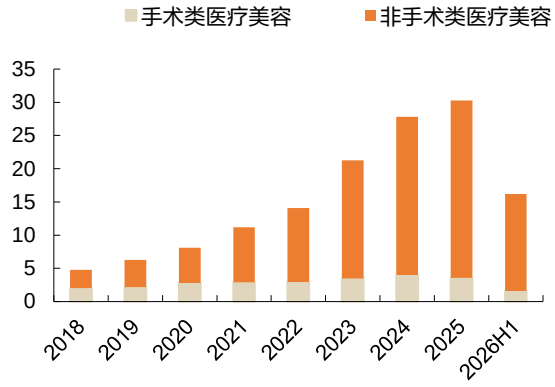
公司医美业务收入呈现快速增长，非手术类项目占比持续提升。2018—2025 年，公司医美业务收入由 4.79 亿元增至 30.26 亿元，收入 CAGR 达 30.12%。其中，非手术类医美收入由 2.76 亿元增至 26.68 亿元，CAGR 达 38.26%，增长快于医美业务整体，其收入占比由 57.65%提升至 88.18%，成为医美业务增长的主要驱动力。2026 年上半年，公司医美业务实现收入 16.19 亿元，按半年报可比口径同比增长 14.96%；非手术类医美收入达 14.59 亿元，占比进一步提升至 90.15%。

图 19：2026H1 医美收入呈现双位数增长



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

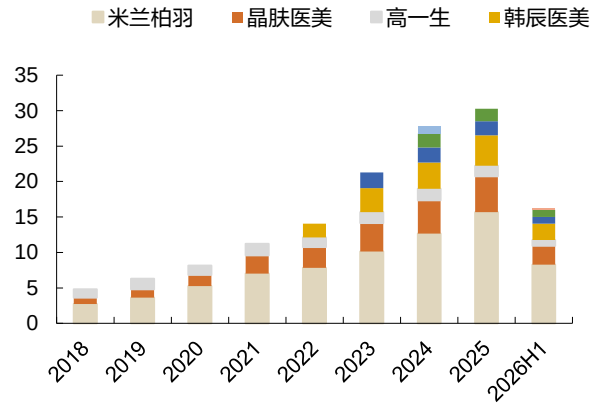
图 20：非手术医美为主要医美收入来源



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

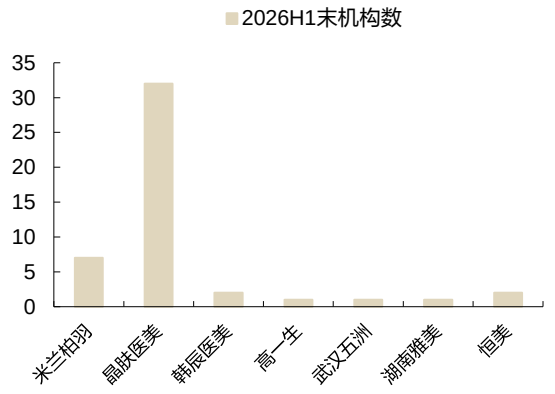
米兰柏羽贡献过半收入，多品牌布局与门店扩张支撑业务规模提升。2025 年，米兰柏羽、晶肤医美及韩辰医美分别实现收入 15.68 亿元、5.06 亿元和 4.29 亿元，占医美业务收入的 51.83%、16.74%和 14.19%，合计贡献 82.76%；武汉五洲、湖南雅美及高一生收入占比分别为 6.43%、5.87%和 4.94%。2018—2025 年，米兰柏羽和晶肤医美收入 CAGR 分别为 28.45%和 27.67%；2025 年，晶肤医美和韩辰医美收入分别同比增长 7.53%和 16.27%。伴随区域机构收购及新设门店推进，公司医美机构总数由 2018 年的 10 家增至 2025 年的 43 家，其中米兰柏羽由 2 家增至 7 家，晶肤医美由 7 家增至 31 家。

图 21：米兰柏羽贡献主要医美收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 22：截至 2026H1 晶肤门店数量达到 32 家



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 5：多品牌布局与门店扩张支撑医美业务规模提升

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
米兰柏羽	门店数	2	3	4	4	4	4	5	7
	单店收入（百万元）	135.91	120.34	131.14	175.74	195.60	349.91	304.40	224.02
	总收入（百万元）	**271.82**	**361.03**	**524.55**	**702.95**	**782.40**	**1399.65**	**1521.99**	**1568.14**
晶肤	门店数	7	8	13	22	23	30	30	31
	单店收入（百万元）	13.09	14.70	12.28	11.64	13.45	14.01	15.70	16.34
	总收入（百万元）	**91.61**	**117.63**	**159.62**	**256.14**	**309.44**	**420.36**	**470.95**	**506.42**
高一生	门店数	1	2	2	2	2	1	1	1
	单店收入（百万元）	115.80	74.92	64.16	80.42	67.17	151.51	161.75	149.55
	总收入（百万元）	**115.80**	**149.83**	**128.32**	**160.84**	**134.33**	**151.51**	**161.75**	**149.55**
韩辰医美	门店数					1	2	2	2
	单店收入（百万元）					195.24	170.44	184.68	214.74
	总收入（百万元）					**195.24**	**340.88**	**369.37**	**429.47**
武汉五洲	门店数						1	1	1
	单店收入（百万元）						218.05	211.46	194.70
	总收入（百万元）						**218.05**	**211.46**	**194.70**
湖南雅美	门店数							1	1
	单店收入（百万元）							194.58	177.54
	总收入（百万元）							**194.58**	**177.54**
郑州集美	门店数							1	归入米兰
	单店收入（百万元）							110.50	归入米兰
	总收入（百万元）							**110.50**	归入米兰

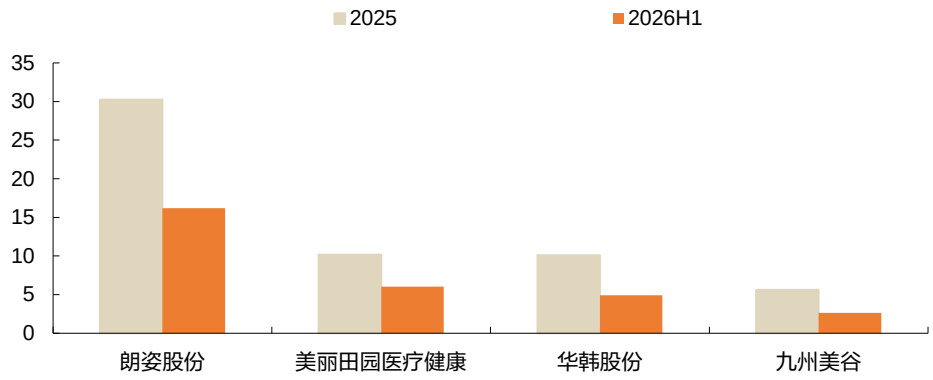
数据来源：公司公告，东方证券研究
金额单位为百万元、门店数单位为个

相比于同行业，公司通过持续并购整合与自主建设已成为行业规模体量较大医美机构。国内医美服务具有较强的地域属性，客户获取依赖本地口碑和医生资源，行业整体呈现机构众多、单家规模相对较小。公司从 2016 年以来，通过持续投资、收购以及自主建设，已经成为具备较大规模体量的医美集团。从经营规模看，2026H1，公司的医美业务收入达到 16.19 亿元，同期美丽田园、华韩股份、九州美谷的医美收入分别为 6.03 亿元、4.91 亿元和 2.63 亿元，公司在上述可比机构中规模领先。

图 23：朗姿股份医美业务收入体量高于其他机构

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

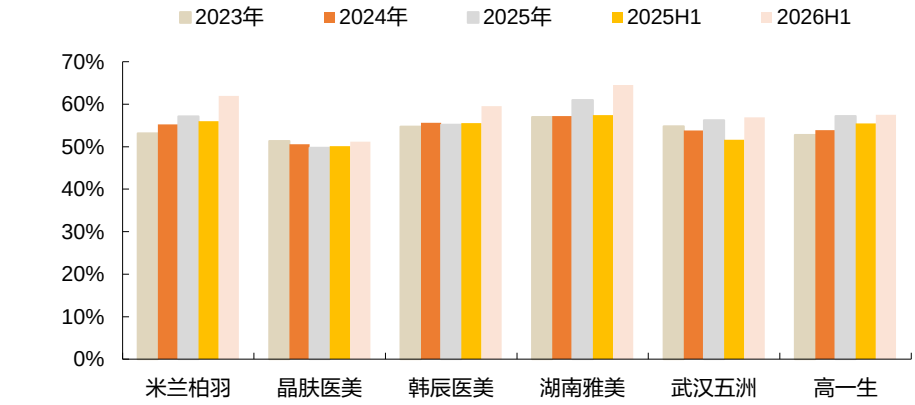
仅供内部参考，请勿外传



数据来源：Wind，东方证券研究
单位：亿元

上游材料供给丰富与集中采购能力增强共同推动成本优化，公司医美毛利率改善逐步兑现，验证其成为本轮医美产业链议价能力提升的主要受益者之一。材料是医美机构的重要成本项目，参考一般医美机构的费用构成，上游材料采购费用一般占收入比重处于四分之一至三成左右，采购价格变化对盈利具有较大影响。随着医美行业上游供给丰富，下游话语权加强后推动集采，进一步带来材料成本的降低，直接驱动毛利率的提升。2026H1，公司医美毛利率同比提升 4.77 个百分点至 59.50%；米兰柏羽、湖南雅美分别提升 5.92、7.09 个百分点。

图 24：朗姿股份旗下医美机构毛利率在 2026H1 呈现显著提升



数据来源：公司公告，东方证券研究

此外，行业出清推动客户向合规连锁集中，竞争改善有利于毛利增量向利润端传导。随着尾部机构持续退出，消费者更倾向于选择经营稳定的连锁机构，头部机构之间的竞争也逐步由低价引流转向差异化项目和医疗服务能力。公司通过取消低价引流产品、提高获客精准度，并将后续运营重点转向老客复购，有望减少低效营销投入、缓解销售费用扩张压力，使采购降本带来的毛利改善更充分地转化为经营利润。从财务表现看，公司医疗管理分部经营利润率由 2023 年的 3.32% 提高至 2025 年的 6.84%，2026H1 进一步达到 10.01%；核心米兰柏羽事业部 2026H1 净利率达到 9.4%，同比提升 3.9 个百分点，体现出盈利能力改善。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 6：2026H1 公司医美业务经营利润率呈现显著提升

期间	分部营业收入	分部营业利润	分部毛利率	分部经营利润率
2023 年	21.57	0.72	53.74%	3.33%
2024 年	28.09	1.91	54.77%	6.81%
2025 年	30.4	2.08	55.87%	6.84%
2025H1	13.4	0.74	54.75%	5.54%
2026H1	16.25	1.63	59.63%	10.01%

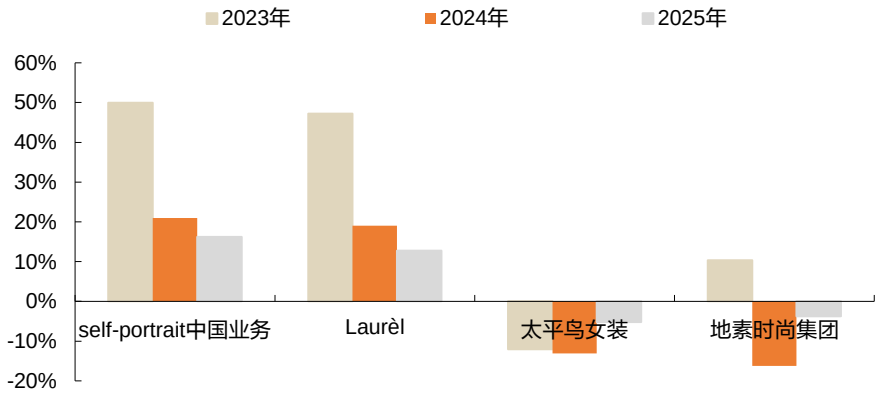
数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元，备注：分部经营利润率及毛利率均未考虑分部间抵消影响。

三、女装：行业需求分化，公司多品牌差异化布局与线上高增破局

3.1 中高端女装需求分化，差异化品牌与线上渠道表现突出

中高端女装呈现结构性分化，兼具鲜明风格、品质感与场景适配能力的品牌表现相对突出。近年来，女装消费需求进一步细分，部分定位清晰、产品辨识度较高的品牌保持较好增长。2025 年，聚焦精致女性着装的 self-portrait 中国业务收入同比增长 16.2%，强调商务通勤场景的 Laurel 收入同比增长 12.7%；江南布衣旗下 LESS 在 2026 财年上半年（2025 年 7-12 月）收入同比增长 16.3%。相比之下，2025 年太平鸟女装收入同比下降 5.21%，地素时尚整体收入同比下降 3.72%。表现较好的品牌虽然设计风格有所不同，但普遍通过明确的审美表达、面料与版型品质，以及对通勤、社交等具体场景的覆盖，增强消费者的购买意愿。

图 25：高端女装品牌收入增速表现分化



数据来源：公司公告，东方证券研究

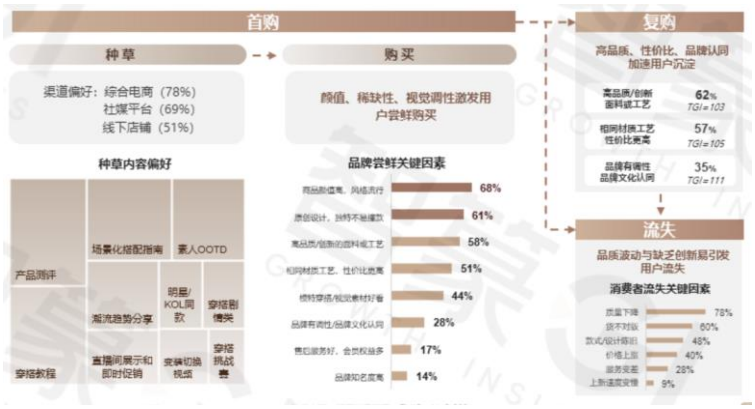
从需求端看，消费者更加重视设计辨识度与可感知的产品品质，为具备差异化产品能力的中高端品牌提供需求支撑。根据天猫服饰联合 WGSN、智篆 GI 发布的《2025 天猫服饰秋冬趋势白皮书》消费者调研，在首次尝试新品牌的决策因素中，商品颜值与流行风格、原创独特设计、优质或创新面料工艺的选择比例分别达到 68%、61%和 58%；在复购决策中，优质或创新面料工艺的选择

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

比例达到 62%，同等品质下的价格优势达到 57%。上述结果表明，消费者既关注审美表达，也重视品质与价格的匹配程度，能够兼顾设计、质感和日常实穿性的品牌更容易实现获客与复购。

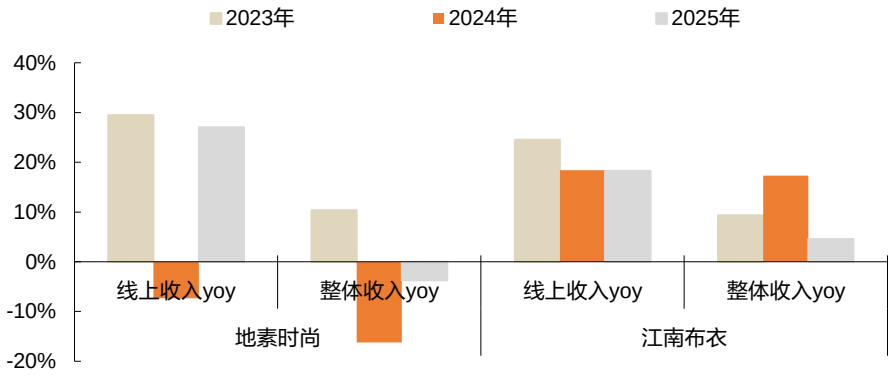
图 26：消费者首次尝新重视品牌设计辨识度



数据来源：智篆 GI《2025 天猫服饰秋冬趋势白皮书》

此外，中高端女装品牌将线下积累的品牌认知转化为线上销售，呈现线上增速持续高于整体。2025 年，地素时尚电商收入同比增长 27.03%，同期整体收入下降 3.72%；江南布衣 2025 财年线上收入增长 18.3%，高于集团收入 4.6%的增速。我们认为，核心原因在于中高端女装的购买过去较依赖门店试穿和导购服务，而消费者在熟悉品牌品质、版型及尺码后，重复购买对到店体验的依赖下降，线上渠道便能够承接原有需求；同时，直播试穿和穿搭内容降低了新客了解产品的门槛，使品牌能够触达门店覆盖范围之外的消费者。因此，线上既承接部分老客消费转移，又扩大新增客群覆盖，而线下销售仍受商圈客流约束，共同形成线上增长快于整体的表现。

图 27：部分中高端女装品牌线上增速优于线下



数据来源：公司公告，东方证券研究

3.2 LF25 驱动线上高增，朗姿主品牌定位线下高端

公司围绕中高端女性的多场景穿着需求，形成了覆盖商务通勤、日常休闲及高端社交的女装品牌矩阵。其中，LANCY（朗姿）强调品质、剪裁与精英女性形象，LANCY FROM25 突出年轻化、

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

法式极简与性价比，俪雅侧重简约舒适，莱茵偏向精致知性，MOJO AVENUE 突出优雅社交风格，形成从千元级年轻通勤到万元级高端成衣的价格覆盖。

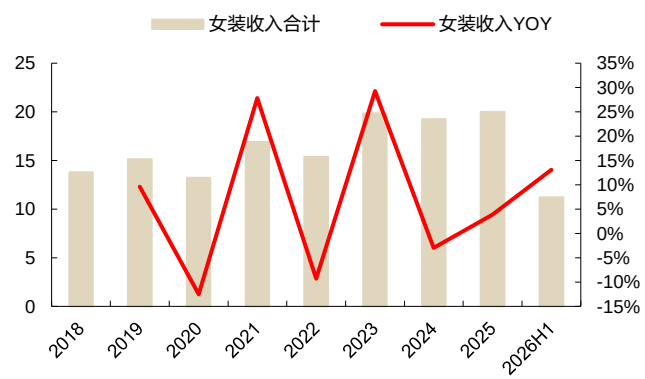
表 7：朗姿股份旗下品牌的主要产品价格带均处于千元以上

品牌	主要产品价格带（元）	定位与目标客群	风格与主要穿着场景
LANCY（朗姿）	1,980—20,000	中高端至高端女装，面向重视品质和个人形象的都市精英女性	强调优雅轮廓、面料质感与利落剪裁，覆盖商务通勤、正式社交及礼服需求
LANCY FROM25	1,000—4,000	年轻化女装，面向关注时尚、独立自信的年轻职场女性	法式极简、精致通勤，兼顾日常休闲与多场景搭配，突出品质与价格的平衡
liaalancy（俪雅）	1,280—16,800	高端日常女装，面向讲究个人品位的精英女性	简洁线条、舒适穿着，涵盖针织、都市通勤及休闲系列
LIME / LIME FLARE（莱茵 / 莱茵福莱尔）	1,499—19,000	中高端女装，面向具有时尚感与文化审美的都市女性	精致、知性、浪漫，结合修身剪裁与女性化细节，覆盖通勤、针织和日常穿搭
MOJO AVENUE	5,000—8,000	高端女装，面向都市精英及具有社交着装需求的女性	优雅精致，强调身形修饰与细节，覆盖商务、社交成衣和礼服
EiLEEN ELITEE	1,000—4,000	年轻时尚女装，面向关注国际潮流的年轻职场女性	简约基础上的时尚表达，覆盖通勤、商务及日常休闲
m.tsubomi（子苞米）	1,280—22,800	中高端女装，面向偏好简洁、注重品质的高知女性	含蓄、自然、优雅，覆盖日常、通勤及具有设计感的风格系列

数据来源：公司公告，淘宝，东方证券研究

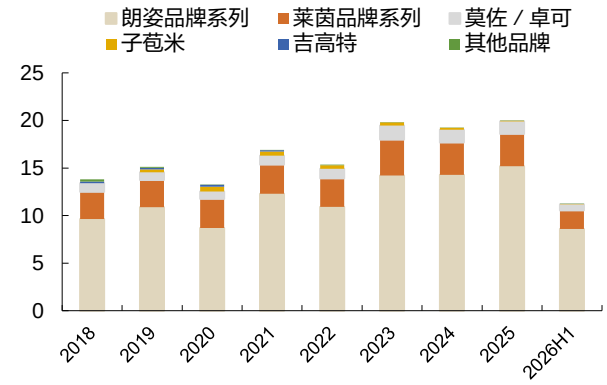
公司女装业务呈现品牌向核心系列集中、线上渠道占比提升、线下门店持续调整的趋势。2018-2025 年女装收入 CAGR 为 5.44%；2026H1 女装业务实现收入 11.21 亿元，同比增长 13.44%，其中朗姿系列品牌贡献约76.74%的收入，构成主要增长支撑。随着公司持续推进产品年轻化、线上线下融合运营，并拓展抖音、天猫等电商渠道，线上收入占比由 2018 年的 11.77%提升至 2026H1 的 55.58%，成为带动女装增长的主要动力；同期线下直营门店降至 321 家，线下自营及经销收入均有所下降。

图 28：2026H1 女装收入呈现双位数增长



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 29：朗姿品牌贡献主要女装收入



数据来源：公司公告，东方证券研究

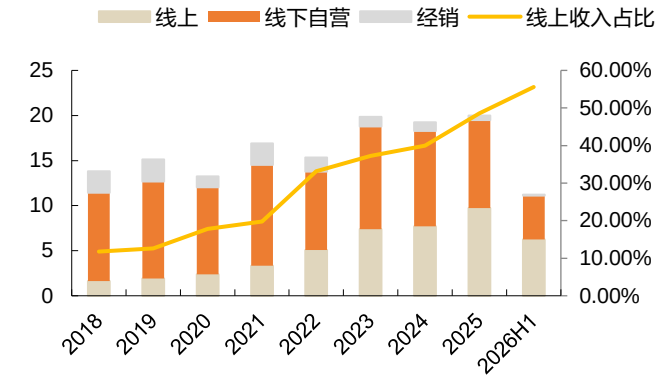
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

单位：亿元

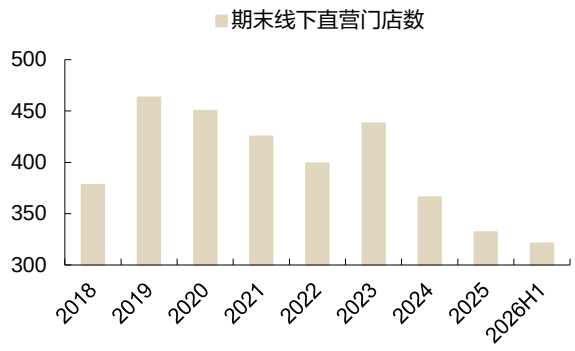
单位：亿元

图 30：截至 2026H1 公司女装线上收入占比过半



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

图 31：2018-2026H1 公司女装直营门店数量波动

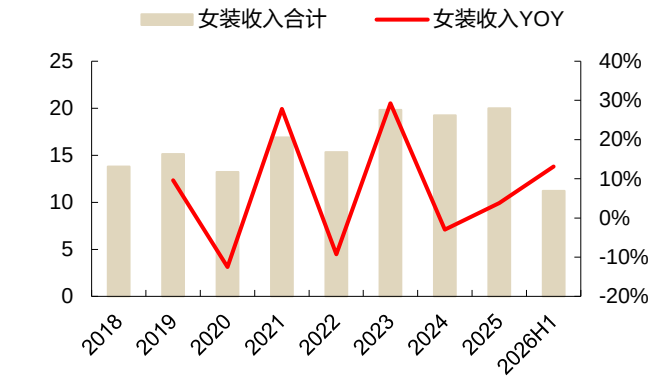


数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：个

➢ **LANCY FROM25：拉动线上高增，驱动女装业务盈利改善**

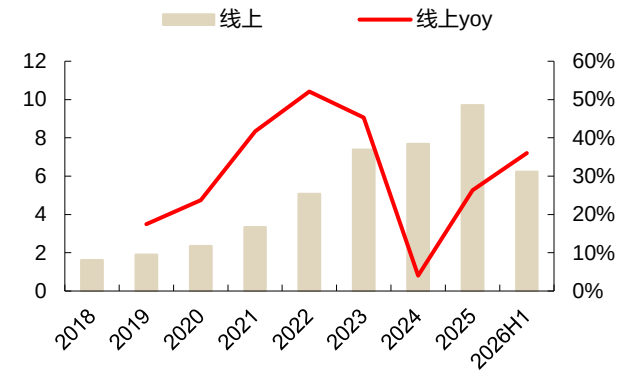
LANCY FROM25 是女装线上收入的主要贡献品牌，线上业务高增带动女装板块收入增长回升。LANCY FROM25 主要通过天猫、抖音、京东及唯品会等线上平台销售，构成公司女装线上业务的重要支撑。2025 年及 2026H1，女装线上收入分别同比增长 26%和 36%，增速进一步提升；在此带动下，女装板块收入同比增速由 2024 年的-2.97%回升至 2025 年的 3.85%，并于 2026H1 进一步提高至 13.44%。

图 32：2025 年以来，女装收入呈现持续增长



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

图 33：2026 年女装线上收入增长超过 30%



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

我们认为，LANCY FROM25 的高增长，既受益于中高端女装消费需求细分与线上渠道拓展，也来自品牌在产品、供给和用户运营上的持续调整。

1）**行业层面，**消费者更加重视鲜明风格、产品品质及多场景实穿性，定位清晰的中高端女装品牌具备相对优势；线上穿搭内容与直播展示则帮助品牌突破门店覆盖限制，触达更多潜在消

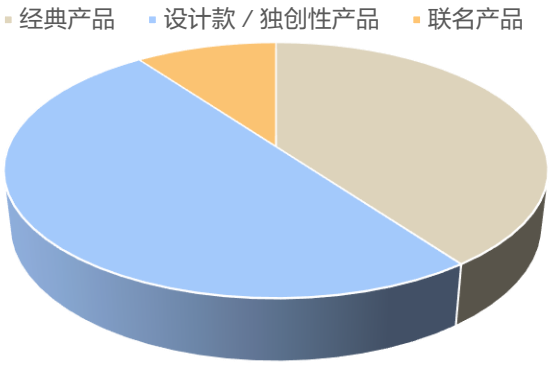
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

费者。LANCY FROM25 以年轻职场女性为目标客群，主打品质通勤与多场景搭配，主要产品价格带为 1,000—4,000 元，其定位与上述消费趋势较为契合，为品牌扩张提供了需求基础。

2）产品端，品牌通过提高设计款占比、拓宽穿着场景，推动客群向年轻职场女性延伸。根据《2025 天猫服饰秋冬趋势白皮书》，LANCY FROM25 设计款及独创性产品占比提升至约 50%，经典产品占比降至约 40%，联名产品占比维持约 10%，在保留经典款基础上增强产品的新鲜感与辨识度。同时，品牌将产品应用场景延伸至都市通勤、商务差旅、赴宴、休闲出行及城市轻旅，满足年轻女性在工作与生活中的多种着装需求。与产品调整相对应，品牌核心客群由原先的 35—45 岁向 30—39 岁拓展，25—29 岁客群占比上升，体现出年轻化布局逐步获得消费者反馈。

图 34：LF25 在产品上提高设计款占比至 50%



数据来源：智篆 GI《2025 天猫服饰秋冬趋势白皮书》,东方证券研究

3）供给端，提前开发与小单快反相结合，帮助品牌兼顾产品完整性和线上需求响应速度。LANCY FROM25 约 80%的产品提前 6—9 个月规划开发，结合趋势、色彩、面料及款式信息形成季度产品体系；其余约 20%采用小单快反方式，依据平台数据与当季趋势测试潜力款式。提前开发为品牌提供稳定的产品供给，小单快反则提高对热销趋势和消费者反馈的响应能力，有助于及时承接线上内容传播带来的购买需求。

4）用户端，品牌针对新客与老客采取差异化运营，将首次购买与持续复购衔接起来。针对新客，LANCY FROM25 以经典畅销款、首购权益和会员价格降低首次购买门槛；针对老客，则通过生日及周年权益、个性化商品推荐和售后服务增强黏性。由此，品牌通过设计与场景拓展吸引目标客群，以灵活供给承接需求，再通过分层会员运营促进转化与复购，共同支撑线上业务增长。

表 8：LANCY FROM25 针对新老客实施差异化运营

运营环节	新客：推动首次购买	老客：促进持续复购
商品触达	经典畅销款引流	个性化商品推荐

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

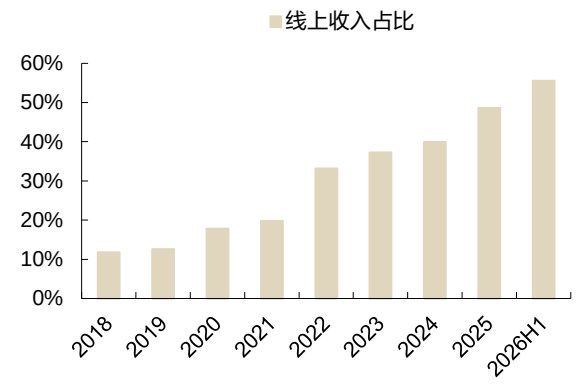
仅供内部参考，请勿外传

权益激励	首购权益、会员价格	生日及周年权益、老客专属权益
服务维护	建立初次购买体验	售后服务、持续互动
目标	降低首次购买门槛	增强黏性、促进复购

数据来源：智篆 GI《2025 天猫服饰秋冬趋势白皮书》，东方证券研究

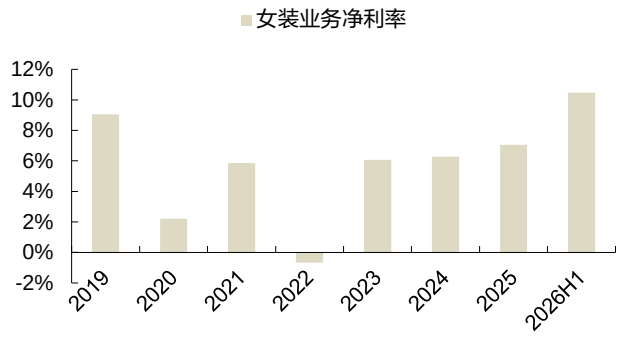
线上渠道盈利质量改善叠加收入占比提升，带动女装板块盈利能力增强。2025 年，公司服装业务线上毛利率达到 64.34%，同比提升 4.69 个百分点。从经营机制看，线上扩张无需同步增加实体门店租金、装修及导购投入，具备一定的费用效率优势。与此同时，2025 年及 2026H1，女装线上收入分别同比增长 26.33%、36.24%，推动线上收入占比由 2024 年的 39.94%提升至 2025 年的 48.58%，并于 2026H1 进一步达到 55.58%。我们认为，随着线上毛利水平改善、收入规模扩大，其费用效率优势有望进一步释放，为女装板块利润率提升提供支持。财务表现上，2023—2025 年女装业务归母净利率分别约为 6.07%、6.29%和 7.05%；2026H1 女装净利率约为 10%，呈现稳步提升。

图 35：女装线上占比逐步提升



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 36：女装业务净利率自 2024 年以来呈现持续提升



数据来源：公司公告，东方证券研究

➢ **LANCY：锚定高端线下定位，门店调整进入尾声**

LANCY 的高端定位仍是线下运营的价值锚点。品牌以中高端通勤、高级商务和女士礼服为核心场景，面向重视材质、品质与版型的 25—45 岁都市精英女性；直营门店通过产品陈列、导购服务、会员运营和高端终端形象承接这一客群。与 LANCY FROM25 的年轻职场定位形成分层后，LANCY 更侧重沉淀成熟高端客群和多场景消费需求，维持线下渠道的品牌认知与服务价值。

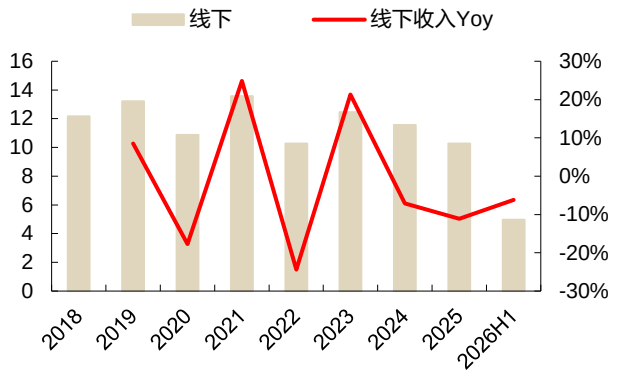
LANCY 线下以百货渠道为主，门店调整节奏逐步放缓，2026H1 收入降幅明显收窄。公司女装线下主要布局百货商场，以直营为主、经销为辅；近几年整体百货渠道复苏弱于购物中心，线下经营仍面临压力。我们认为，在此背景下，收缩低效终端、提高存量门店经营效率，是公司调整线下网络的重要方向。2023-2025 年末，女装实体门店数量分别为 545 家、465 家和 407 家，2024 年净关店 80 家，2025 年净关店数量降至 58 家。收入方面，2024—2025 年女装线下收入分别为 11.56 亿元和 10.28 亿元，同比分别下降 7.13%和 11.10%，渠道调整期间收入仍持续承压。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

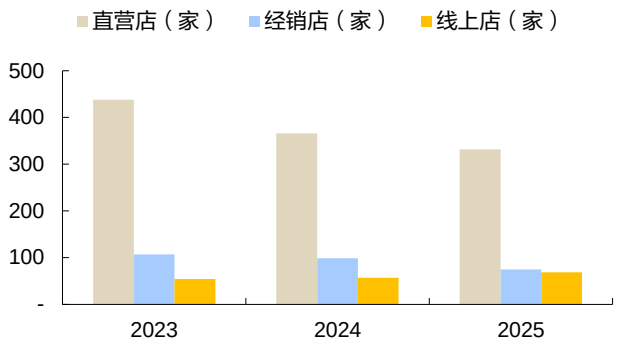
2026H1，女装线下收入为 4.98 亿元，同比下降 6.21%，较 2025H1 的 15.46%降幅收窄 9.25 个百分点；同期实体门店净减少 24 家，少于 2025H1 的 34 家，期末门店数为 383 家。

图 37：2026H1 线下女装收入降幅收窄



数据来源：公司公告，东方证券研究

图 38：2023—2025 年女装店铺经营模式结构



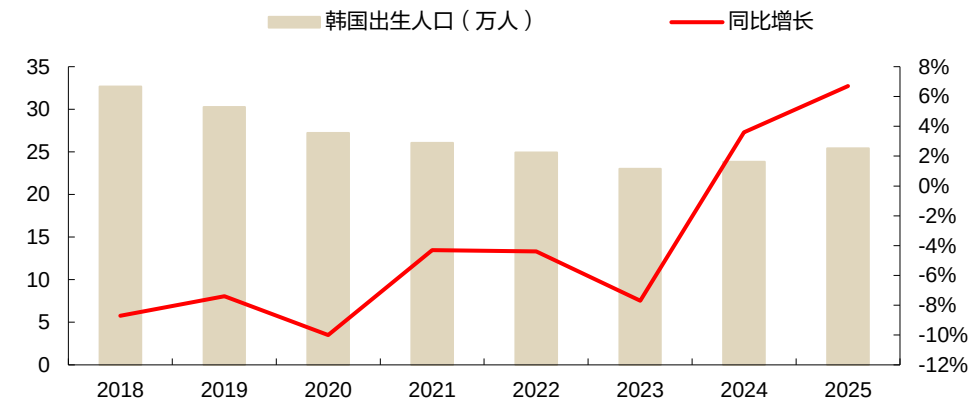
数据来源：公司公告，东方证券研究

四、婴童：依托阿卡邦品牌基础，渠道优化与产品调整推动经营改善

4.1 韩国出生人口回升，品质化与线上消费拓宽婴童市场空间

韩国出生人口连续回升，为婴幼儿消费提供边际支撑。根据韩国官方统计，2024 年、2025 年出生人口分别为 23.83 万人、25.43 万人，同比分别增长 3.6%、6.7%；总和生育率由 2023 年的 0.72 回升至 2025 年的 0.80。新生儿数量增加有望逐步传导至新生儿服装、护理及日常用品需求，为覆盖低龄婴幼儿的品牌提供更有利的需求环境。

图 39：韩国出生人口在 2024 年开始连续回升



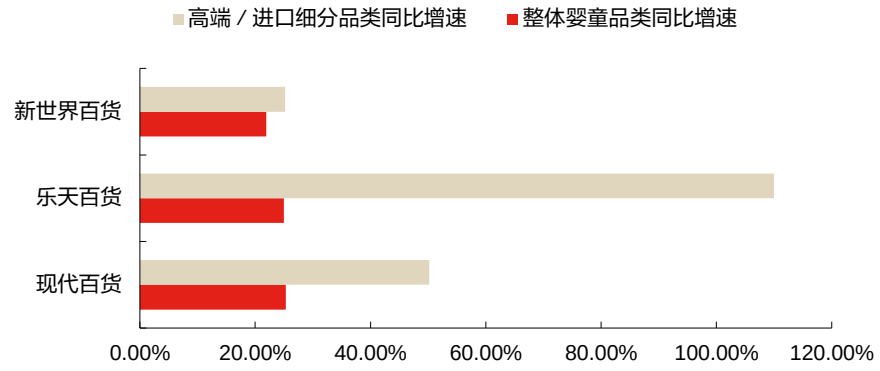
数据来源：韩国人口趋势处，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

品质化消费与出生人口回暖共同作用，高端服饰及功能性用品表现相对突出。2026H1 现代百货儿童奢侈品销售额同比增长 50.2%，高于整体婴童品类 25.3%的增速；乐天百货高端婴幼儿用品销售额同比增长 110%，亦明显快于整体婴童品类 25%的增速。体现部分家庭在育儿消费中更加重视品质、安全性与功能体验。我们认为，婴童行业的增长机会既来自消费人群扩大，也来自需求细分，具备品牌信誉和差异化产品的企业有望受益。

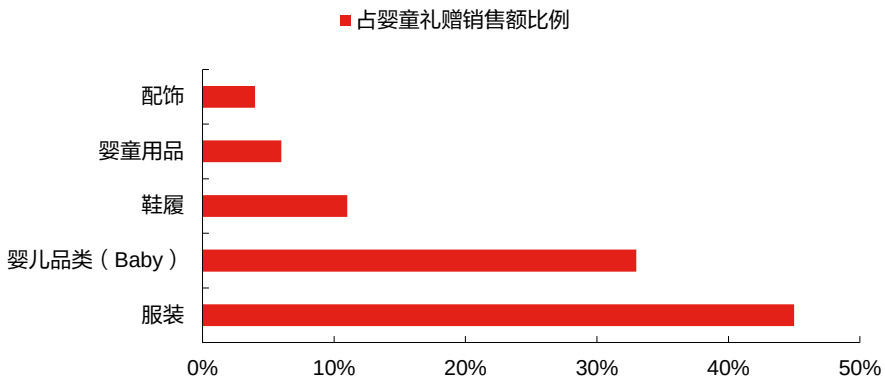
图 40：2026H1 韩国高端婴童品类增速优于整体婴童品类收入增速



数据来源：《Digital Times》，东方证券研究

年轻消费群体与礼赠需求拓宽购买场景，线上平台成为婴童品牌获取增量的重要渠道。据韩国时尚电商 W Concept 披露，2025H1 平台婴童服装销售额同比增长 890%；同期婴童礼赠服务用户中，20—39 岁女性占比达到 84%，礼赠销售额中服装及婴儿品类合计占 78%。进一步体现，婴童消费的购买者覆盖父母之外的亲友群体，线上选购与送礼功能有助于将成人时尚消费客群延伸至婴童市场。对品牌而言，兼顾设计感、品质与礼赠属性的产品，有望借助电商触达更广泛的潜在消费者。

图 41：服装与婴儿品类贡献 W Concept 婴童礼赠销售额的 78%



数据来源：W Concept Korea，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

4.2 阿卡邦与爱多娃构成收入基础，产品及渠道优化推动经营改善

公司通过控股阿卡邦布局婴童市场，形成覆盖婴幼儿服饰及用品的品牌矩阵。公司于 2014 年投资韩国上市公司阿卡邦，截至 2026H1 持股比例为 27.41%，通过理事会多数表决权及委派 CEO 实施控制，并将其纳入合并报表。品牌方面，Agabang（阿卡邦）以 0—4 岁儿童服饰及用品为核心，强调舒适、实用与时尚；ETTOI（爱多娃）定位高端婴童服饰，注重适配亚洲宝宝体型的设计；同时布局 Dear Baby、Putto、Designskin 等品牌，覆盖服装、护肤及儿童家居等需求。

表 9：朗姿股份婴童业务覆盖婴幼儿服饰及用品的品牌矩阵

品牌	主要产品价格带（元）	定位与目标客群	风格与主要产品
Agabang（阿卡邦）	299—899	面向 0—4 岁婴幼儿，侧重舒适实用与性价比	舒适休闲、法式浪漫风，覆盖日常内穿、外出服饰及婴童用品
DearBaby	300—1,000	面向 2—6 岁儿童的中高端童装	强调现代色彩与设计感，主要满足日常外出着装需求
ETTOI（爱多娃）	498—3,698	面向 0—7 岁婴幼儿及儿童，定位高端童装	欧式及英伦风格，结合亚洲儿童体型设计，强调精致感与品质
Putto		婴幼儿洗护品牌	涵盖乳液、洗发沐浴、保湿护理等产品
Design Skin		儿童家居用品品牌	强调设计感与趣味性，覆盖儿童地垫、沙发及室内活动用品

数据来源：公司公告，东方证券研究

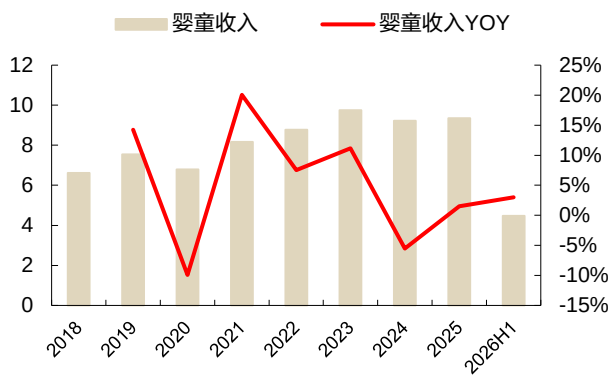
公司通过控股韩国阿卡邦布局婴童业务，整体收入在波动中增长，近两年呈现自营渠道占比提高、线上销售加快、经销渠道收缩的趋势。2014 年，公司通过全资子公司朗姿韩国投资阿卡邦，切入婴童服饰及用品市场；截至 2026H1 末，持股比例为 27.41%，通过理事会多数表决权及委派 CEO 实施控制，因此阿卡邦纳入合并报表范围，其收入经内部交易抵销后全额并表。婴童业务以阿卡邦、爱多娃等品牌为基础，整体收入在波动中增长，近两年呈现自营渠道占比提高、线上销售加快、经销渠道收缩的趋势。2026H1，婴童业务实现收入 4.48 亿元，同比增长 2.99%，其中阿卡邦品牌收入略有下降，爱多娃及其他品牌呈现增长。从渠道看，线下自营收入占比达82.17%，线上收入同比增长 41.84%，弥补了部分经销收入下滑。

图 42：2026H1 公司婴童业务收入增速稳定

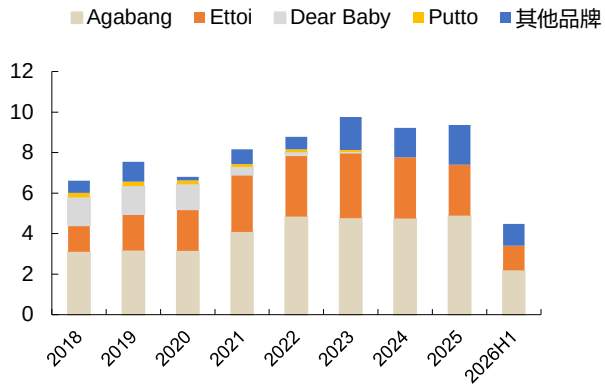
图 43：阿卡邦贡献婴童业务主要收入

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

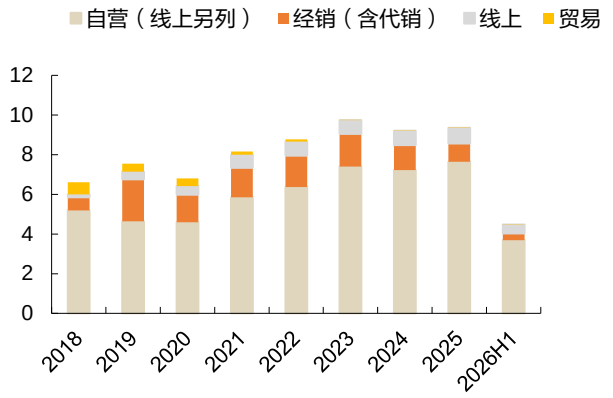


数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元



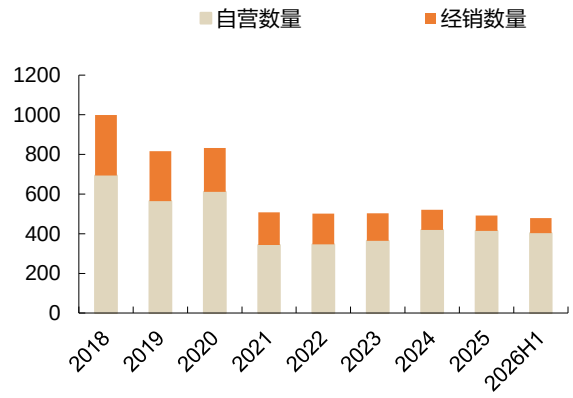
数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

图 44：婴童业务收入主要由线下自营贡献



数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：亿元

图 45：2023 年以来婴童门店数量变动幅度较小



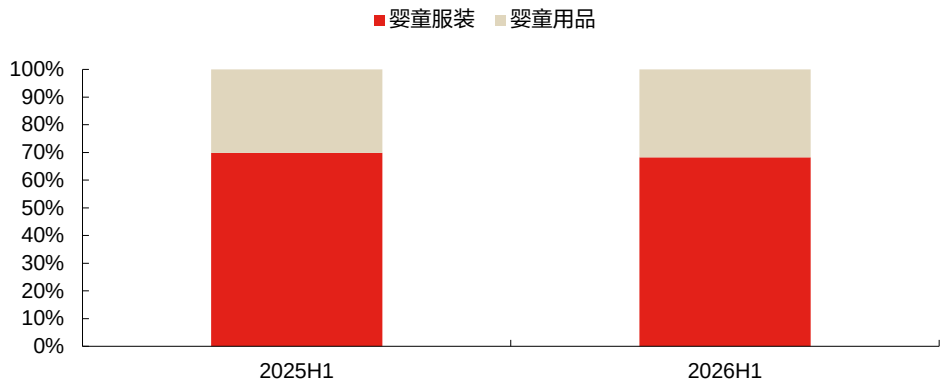
数据来源：公司公告，东方证券研究
单位：个

产品端，以服饰为基础拓展用品需求，并通过本土化开发提升品牌适配能力。2026H1，婴童服装、婴童用品收入分别为 3.05 亿元、1.42 亿元，占比分别为 68.20%、31.80%；其中用品收入同比增长 8.74%，高于服装的 0.51%。在经营上，公司于韩国市场调整货品结构与折扣，在中国市场重点推广爱多娃高端童装，结合中韩设计资源、增加自主开发产品，并推进两国订货会同步。

图 46：以服饰为基础拓展用品需求

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

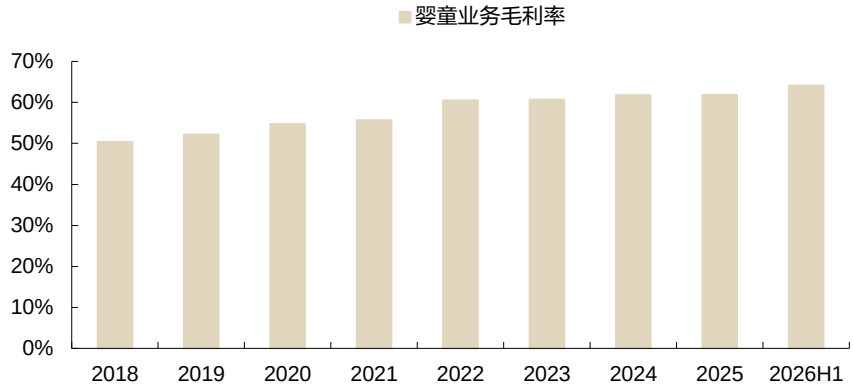
仅供内部参考，请勿外传



数据来源：公司公告，东方证券研究

此外，货品与渠道调整伴随毛利率改善，经营质量逐步提升。2023—2025 年，婴童业务毛利率分别为 60.66%、61.76%和 61.84%；2026H1 进一步达到 64.09%，同比提升 1.73 个百分点。其中，婴童服装、用品毛利率分别同比提升 1.71、1.77 个百分点，呈现两大产品内部经营改善。**我们认为，货品结构及折扣管理、低效门店优化和直接面向消费者的渠道建设，有望共同支持盈利改善。**

图 47：公司婴童业务盈利能力持续提升



数据来源：公司公告，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对分板块营收增速、毛利率及费用率等关键项目进行假设。

分板块营收假设：

时尚女装业务：考虑主品牌增长及线上渠道拓展带动收入提速，预计 2026—2028 年服装业务收入分别为 22.65/25.25/27.50 亿元，同比增长 13.3%/11.5%/8.9%。随着收入基数抬升，并考虑部分品牌调整对增长的拖累，假设后续增速逐步回落，整体保持稳健增长。

医疗美容业务：在预测期内机构数量保持稳定的假设下，考虑存量机构运营改善及非手术类项目拓展带动单店收入提升，预计 2026—2028 年医美业务收入分别为 33.03/35.62/38.06 亿元，同比增长 9.2%/7.8%/6.9%。业务增长主要由现有机构内生增长驱动，考虑收入基数逐步抬升，假设后续增速适度回落。

绿色婴童业务：考虑核心业务稳健增长、增量业务收入贡献提升，并假设部分品牌调整对收入的拖累逐步减轻，预计 2026—2028 年婴童业务收入分别为 9.89/10.61/11.39 亿元，同比增长 5.7%/7.3%/7.4%，整体增速逐步回升。

其他业务：该业务收入规模较小，我们假设 2026—2028 年收入保持稳定，均为 0.42 亿元。

综上，预计公司 2026—2028 年营收分别为 65.99/71.90/77.38 亿元，同比增速分别为 9.9%/9.0%/7.6%。

分板块毛利率假设：

时尚女装业务：考虑主品牌收入占比提升，以及产品结构和供应链效率优化有望支撑盈利能力改善，我们假设 2026—2028 年时尚女装业务毛利率分别为 65.0%/65.3%/65.5%。

医疗美容业务：考虑医美机构在产业链话语权增加，对上游材料实现集采带动原材料成本得到控制，我们预计医美板块毛利率逐步提升，对应医疗美容业务整体毛利率分别为 56.6%/57.2%/57.4%。

绿色婴童业务：考虑该业务毛利率相对稳定，未来品牌结构及经营效率改善有望带来小幅提升，我们假设 2026—2028 年绿色婴童业务毛利率分别为 61.9%/62.0%/62.2%。

综上，预计公司 2026—2028 年综合毛利率分别为 60.2%/60.7%/61.0%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
女装					
销售收入（百万元）	1,925.1	1,999.1	2,264.6	2,525.0	2,750.5
增长率	-3.0%	3.8%	13.3%	11.5%	8.9%
毛利率	63.5%	64.6%	65.0%	65.3%	65.5%
婴童					
销售收入（百万元）	921.5	935.6	988.6	1,061.1	1,139.3
增长率	-5.5%	1.5%	5.7%	7.3%	7.4%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

毛利率	61.8%	61.8%	61.9%	62.0%	62.2%
医美					
销售收入（百万元）	2,783.9	3,025.8	3,303.1	3,561.7	3,805.7
增长率	30.9%	8.7%	9.2%	7.8%	6.9%
毛利率	54.4%	55.8%	56.6%	57.2%	57.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	60.4	42.2	42.2	42.2	42.2
增长率	1.7%	-30.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-34.4%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%
合计	5,690.8	6,002.7	6,598.6	7,190.1	7,737.8
增长率	10.6%	5.5%	9.9%	9.0%	7.6%
综合毛利率	57.7%	59.6%	60.2%	60.7%	61.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究预测

费用率假设：

销售费用率：考虑收入规模扩大、渠道结构优化及存量医美机构运营效率提升，有望逐步摊薄销售费用，我们假设 2026—2028 年销售费用率分别为 40.0%/39.2%/38.5%。

管理费用率：考虑业务发展仍需相应的管理资源投入，规模效应与管理投入基本匹配，我们假设 2026—2028 年管理费用率保持稳定，均为 8.4%。

研发费用率：考虑公司维持服装产品设计及医美相关研发投入，我们假设 2026—2028 年研发费用率保持稳定，均为 1.72%。

综上，预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 3.34/4.64/5.56 亿元，同比增速分别为-66.6%/39.0%/19.8%。其中，2026 年归母净利润同比下降主要因上年较高投资收益的基数影响及当年公允价值变动损失假设；2027—2028 年利润增长则受益于收入扩张、毛利率提升、销售费用率下降及公允价值变动损失影响消退。

5.2 投资建议

考虑到公司业务涉及高端女装和医美相关领域，为更好地反映不同业务的行业属性及估值特点，我们分别选取相关上市公司作为可比公司：1）高端女装品牌选取地素时尚、江南布衣；2）医美相关公司选取爱美客、锦波生物、华熙生物。

基于 2027 年可比公司调整后平均估值水平，予以公司 27 年 19 倍 PE，对应公司目标价为 20.32 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 10：可比公司估值情况

公司名称	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2025A	2026E	2025A	2026E	2025A	2026E
爱美客	95.00	4.27	4.15	4.60	5.13	22.27	22.87	20.64	18.53
锦波生物	141.88	5.67	6.01	7.02	8.28	25.03	23.62	20.20	17.14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

华熙生物	34.81	0.61	0.76	0.92	1.07	57.41	45.76	37.99	32.45
地素时尚	12.43	0.55	0.65	0.72	0.79	22.56	19.07	17.26	15.71
江南布衣	21.49	1.67	1.87	2.00	2.15	12.84	11.49	10.73	10.01
调整后平均						**23.29**	**21.85**	**19.37**	**17.13**

数据来源：Wind，东方证券研究

六、风险提示

行业竞争加剧风险。若未来服装及医美行业竞争加剧，且公司未能及时适应消费需求变化、保持品牌及服务优势，可能导致市场份额下降，对公司收入增长及盈利能力造成不利影响。

消费需求不及预期风险。若就业和居民收入预期持续偏弱，消费者可能进一步压缩可选消费支出，进一步直接影响公司服装、医美和童装业务的收入和盈利表现。

商誉减值风险。若未来公司收购的医美机构经营业绩不及预期，相关资产组的可回收金额下降，可能引发商誉减值，对公司当期利润造成不利影响。

权益投资公允价值波动风险。若未来被投资企业经营状况、资本市场环境或估值参数发生不利变化，公司持有的权益投资公允价值可能下降，并根据相关会计分类确认公允价值变动损益或其他综合收益，进而对公司当期业绩及净资产造成不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	556	801	723	1,184	1,488
应收票据、账款及款项融资	173	149	205	205	217
预付账款	46	71	55	67	76
存货	1,158	1,242	1,268	1,391	1,499
其他	221	526	345	375	429
流动资产合计	**2,154**	**2,789**	**2,596**	**3,222**	**3,708**
长期股权投资	922	771	869	854	831
固定资产	709	698	709	724	743
在建工程	14	5	25	46	67
无形资产	392	403	392	381	369
其他	3,964	3,909	3,938	3,870	3,870
非流动资产合计	**6,001**	**5,786**	**5,934**	**5,874**	**5,879**
资产总计	**8,155**	**8,575**	**8,530**	**9,096**	**9,588**
短期借款	1,314	1,113	1,037	1,155	1,101
应付票据及应付账款	268	253	294	309	328
其他	1,742	1,907	1,991	2,076	2,200
流动负债合计	**3,325**	**3,273**	**3,322**	**3,539**	**3,630**
长期借款	186	276	298	323	351
应付债券	220	143	143	143	143
其他	969	847	900	887	878
非流动负债合计	**1,375**	**1,266**	**1,342**	**1,354**	**1,373**
负债合计	**4,699**	**4,539**	**4,664**	**4,893**	**5,002**
少数股东权益	590	634	648	677	713
实收资本（或股本）	442	442	442	442	442
资本公积	1,279	999	999	999	999
留存收益	1,190	2,012	1,815	2,129	2,476
其他	(46)	(52)	(39)	(46)	(46)
股东权益合计	**3,456**	**4,035**	**3,866**	**4,203**	**4,585**
负债和股东权益总计	**8,155**	**8,575**	**8,530**	**9,096**	**9,588**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	301	1,047	348	494	592
折旧摊销	143	167	117	122	124
财务费用	94	84	63	59	59
投资损失	(27)	(915)	(25)	(30)	(35)
营运资金变动	(35)	(181)	187	(53)	(31)
其它	102	244	(23)	53	(12)
经营活动现金流	**578**	**445**	**666**	**646**	**697**
资本支出	(112)	(46)	(111)	(126)	(141)
长期投资	21	191	(134)	25	28
其他	(331)	297	248	(22)	(18)
投资活动现金流	**(421)**	**442**	**3**	**(122)**	**(131)**
债权融资	164	202	(78)	29	59
股权融资	(722)	(280)	0	0	0
其他	481	(500)	(669)	(92)	(321)
筹资活动现金流	**(77)**	**(578)**	**(747)**	**(63)**	**(263)**
汇率变动影响	(22)	(5)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**58**	**305**	**(78)**	**461**	**304**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,837**	**6,003**	**6,599**	**7,190**	**7,738**
营业成本	2,406	2,422	2,623	2,824	3,021
销售费用	2,365	2,437	2,640	2,819	2,980
管理费用	517	503	555	604	650
研发费用	109	103	113	123	133
财务费用	94	84	63	59	59
资产、信用减值损失	(27)	21	19	19	19
公允价值变动收益	(3)	(31)	(40)	0	0
投资净收益	27	915	25	30	35
其他	0	(24)	(37)	(80)	(91)
营业利润	**396**	**1,293**	**534**	**691**	**821**
营业外收入	6	8	3	3	3
营业外支出	15	23	10	35	35
利润总额	**387**	**1,278**	**527**	**659**	**789**
所得税	86	231	179	165	197
净利润	**301**	**1,047**	**348**	**494**	**592**
少数股东损益	40	48	14	30	36
归属于母公司净利润	**261**	**999**	**334**	**464**	**556**
每股收益（元）	0.59	2.26	0.76	1.05	1.26

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	2.3%	2.8%	9.9%	9.0%	7.6%
营业利润	12.7%	226.2%	-58.7%	29.3%	18.9%
归属于母公司净利润	2.7%	283.4%	-66.6%	39.0%	19.8%
获利能力					
毛利率	58.8%	59.6%	60.2%	60.7%	61.0%
净利率	4.5%	16.6%	5.1%	6.5%	7.2%
ROE	8.1%	31.9%	10.1%	13.8%	15.0%
ROIC	7.4%	20.4%	7.0%	9.8%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	57.6%	52.9%	54.7%	53.8%	52.2%
净负债率	33.9%	25.3%	22.6%	13.7%	6.3%
流动比率	0.65	0.85	0.78	0.91	1.02
速动比率	0.30	0.47	0.40	0.52	0.61
营运能力					
应收账款周转率	29.7	37.3	37.3	35.1	36.6
存货周转率	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.59	2.26	0.76	1.05	1.26
每股经营现金流	1.31	1.01	1.51	1.46	1.58
每股净资产	6.48	7.69	7.27	7.97	8.75
估值比率					
市盈率	28.4	7.4	22.1	15.9	13.3
市净率	2.6	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.4	5.1	11.0	9.0	7.8
EV/EBIT	16.0	5.7	13.2	10.5	9.0

资料来源：东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。