下载日志已记录，仅供内部参考

纺织服饰 | 服装家纺

非金融|首次覆盖报告

2026 年 10 月 25 日

朗姿股份(002612.SZ)

——医美连锁&高端女装双轮驱动，经营质量持续向好

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC：S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

李俏

SAC：S1350526070004

liqiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 22 日
收盘价（元）	15.39
一年内最高/最低（元）	23.64/10.61
总市值（百万元）	6,809.23
流通市值（百万元）	4,022.32
总股本（百万股）	442.45
资产负债率（%）	58.42
每股净资产（元/股）	6.35

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **女装+医美业务齐头并进，泛时尚生态圈多板块协同发展。**公司为国内领先的泛时尚品牌运营集团，业务覆盖时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大板块：2000 年创立朗姿品牌切入中高端女装，2016 年进军医美赛道，截至 26H1 已形成女装及婴童近千家零售终端、医美机构 46 家覆盖全国 11 城的业务格局。2021-2025 年，公司营业总收入从 36.65 亿元增至 60.03 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.13%，收入端保持稳健增长；2026H1 公司扣除非经常性损益后归母净利润为 1.84 亿元，同比增长 35.26%。

- **医美产业链价值或向下游转移，监管趋严利好龙头企业。**一方面，随着国家药监局审评审批改革持续深化，医美上游合规产品获批节奏显著加快，推动供给端持续扩容；另一方面，下游连锁商家依靠规模优势，集采能力得到提升。在两方面因素共同影响下，下游议价能力增强，医美产业链价值有望逐渐向下游转移。同时，近年来医美监管沿产品、广告、价格、税务等多维度深化，拉高了合规经营成本。市场份额或加速向合规头部机构集中，公司有望持续受益于行业集中度提升。

- **三级管理架构+分层品牌矩阵+并购基金，共筑医美核心竞争壁垒。**1）管理端，公司形成“朗姿医管总部、医美事业部、医美机构”三级管理架构，标准化管控体系驱动医美机构运营可复制；2）品牌端，构建“高端综合医院—区域专科医院—技术型医院—轻医美连锁”多层级品牌矩阵，建立全国性医美连锁网络。截至 26H1 拥有综合性医院 13 家、门诊部及诊所 33 家。因此公司能够依托成熟中台体系，持续输出可复制的连锁化标准化管理经验，赋能机构的单店运营和盈利能力提升，进一步强化规模效应，优化单店盈利能力。中长期看，公司设立医美并购基金，采用“体外基金孵化+体内收购”模式，助力医美板块业务稳健扩张。

- **数字化赋能全域精细化运营，线上线下协同发展，女装业务量质齐升。**公司女装业务布局全渠道传播体系和一体化客户管理体系，数字化技术深度赋能产品研发、仓储等多个环节。公司坚持全渠道融合发展，线上加强全平台营销，实现公域平台获客拉新、私域沉淀运营，构筑电商核心竞争优势，线上增长动能较强。线下公司持续推进门店调改，积极配合线上营销渠道，举办线下门店活动，带动门店店效持续提升。

- **盈利预测与评级：**我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.54/4.44/5.22 亿元，同比增速分别为-64.5%/25.1%/17.6%，当前股价对应的 PE 分别为 19/15/13 倍，鉴于女装业务线上优势持续巩固，线下调改逐步显效；医美方面公司作为医美机构连锁龙头，议价能力增强利润率有望持续优化，收并购值得期待，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：商誉减值风险、医美业务合规风险、消费复苏不及预期风险**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,691	6,003	6,590	7,397	8,288

下载日志已记录，仅供内部参考

同比增长率（%）	10.60%	5.48%	9.78%	12.25%	12.05%
归母净利润（百万元）	257	999	354	444	522
同比增长率（%）	14.27%	288.52%	-64.53%	25.13%	17.61%
每股收益（元/股）	0.58	2.26	0.80	1.00	1.18
ROE（%）	9.23%	29.38%	10.11%	12.19%	13.74%
市盈率（P/E）	26.47	6.81	19.21	15.35	13.05

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

对于公司女装业务，我们选取女装赛道的地素时尚、歌力思、太平鸟为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 18X（以 10 月 22 日股价计）；对于医美业务，公司为国内医美机构连锁龙头，我们选取爱尔眼科、美丽田园医疗健康为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 15X。我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.54/4.44/5.22 亿元，同比增速分别为-64.5%/25.1%/17.6%，当前股价对应的 PE 分别为 19/15/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1）医美业务：公司推进“大医院树立品牌标杆+小店实现高频复购+区域机构承接本地需求”的多品牌矩阵布局模式，体外基金孵化、并购优质医美机构，助力公司医美业务实现规模协同增长，我们预计医美业务 2026-2028 年收入分别同比增长 10.0%/12.0%/12.0%。

2）女装业务：女装线上推进社交媒体全覆盖运营，持续巩固竞争优势，增长动能较为强劲；线下推进门店调改与升级，店铺调改持续显效，综合来看预计女装业务 2026-2028 年收入分别同比增长 14.9%/16.5%/15.5%；

3）童装业务：公司童装业务表现相对稳健，预计童装业务 2026-2028 年收入分别同比增长 3.0%/3.0%/3.0%。

投资逻辑要点

公司为行业内为数不多的连锁医美机构上市公司，有望有效承接此轮产业价值链向下游转移的红利。公司对上游厂商集采，材料成本或将显著下降，毛利率有望持续优化，公司在营销端持续做精细化管理，利润率优化有望持续兑现。女装业务，公司定位中高端女装。伴随门店调整+线上优势持续巩固，女装业务有望稳健增长。

核心风险提示

商誉减值风险、医美业务合规风险、消费复苏不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 公司概览：国际化时尚品牌运营集团，医美驱动增长新引擎 6
1.1. 发展历程：深耕时尚二十余载，实现“衣”美到“颜”美的产业跃迁 6
1.2. 主营业务：多层次业务方针，三大时尚板块协同发展 6
1.3. 财务分析：毛利率稳步抬升，经营动能强劲 8
2. 医美业务：医美行业价值链重构，公司竞争优势持续强化 9
2.1. 行业分析：上游原料供给扩容以及监管趋严，或利好下游头部商家 9
2.2. 公司优势：科学管理架构与分层品牌矩阵协同，体外基金赋能并购扩张 11
3. 女装业务：数字化赋能全域运营，全渠道融合发展 12
4. 盈利预测与评级 14
4.1. 盈利预测 14
4.2. 投资评级 14
5. 风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 公司发展历程 6
图表 2： 朗姿集团业务构成 6
图表 3： 2025 年各板块营收占比 6
图表 4： 公司女装收入按品牌分类情况（单位：百万元） 7
图表 5： 公司女装收入按经营模式分类情况（单位：百万元） 7
图表 6： 公司 2021-2025 年医美业务收入情况（单位：百万元） 7
图表 7： 公司 2021-2025 年手术类/非手术类营收占比变化 7
图表 8： 公司 2021-2025 年婴童业务收入情况（单位：百万元） 8
图表 9： 公司营业总收入及增速（单位：亿元；%） 8
图表 10： 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%） 8
图表 11： 公司毛利率及分业务毛利率 9
图表 12： 公司期间费用率 9
图表 13： 公司存货规模及周转天数（单位：亿元；天） 9
图表 14： 朗姿股份、美丽田园医美业务毛利率变化 10
图表 15： 主要医美产品获批情况（单位：款） 10
图表 16： 2025-2026 年医美机构数净增长统计 11
图表 17： 公司实行三级组织架构体系 11
图表 18： 公司多层级医美品牌矩阵（数据截至 2026H1） 12
图表 19： 公司并购节奏 12
图表 20： 公司小红书、抖音、微信视频号运营账号 13
图表 21： 2026 年 618 全周期公司全渠道支付金额及行业排名（单位：百万元） 13
图表 22： 公司近年来女装业务终端店铺数量（单位：家） 13
图表 23： 公司近年来女装店效（单位：百万元/家） 13
图表 24： 可比公司估值表 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司概览：国际化时尚品牌运营集团，医美驱动增长新引擎

1.1. 发展历程：深耕时尚二十余载，实现“衣”美到“颜”美的产业跃迁

多品牌、跨业态布局，泛时尚产业生态日益完善。公司为国内领先的泛时尚品牌运营集团，业务覆盖时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大板块。公司自成立以来一直致力于品牌女装的设计、生产与销售，逐步形成差异化女装品牌矩阵；2014 年，公司控股阿卡邦，正式将婴童品牌纳入发展版图；2016 年，公司切入医美赛道，持续进行规模化并购与整合。当前，公司已形成从“衣美”到“颜美”的多层次、覆盖多阶段需求的时尚业务方阵，截至 26H1，女装及婴童合计拥有近千家零售终端，医美机构 46 家覆盖全国 11 城，发展态势强劲。

图表 1：公司发展历程

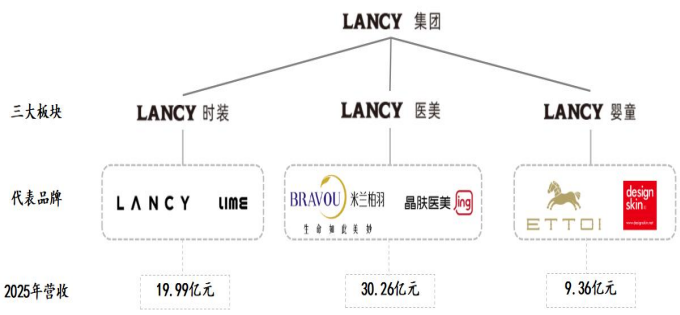
年份	事件
2000	创立朗姿（LANCY）品牌，切入国内中高端女装市场
2006	成立莱茵（LIME FLARE）品牌，进一步丰富女装矩阵；公司前身"申诚信和"成立
2010	整体变更为朗姿股份有限公司
2011	于深交所主板上市
2014	成为韩国 KOSDAQ 上市公司阿卡邦第一大股东，拓展至婴童服饰及用品
2016	投资韩国整形医疗管理机构 Dream Medical Group 及知名整形医院 Dream Plastic Surgery；正式进入国内医美市场，拥有米兰柏羽、晶肤医美
2018 至今	陆续收购西安高一生、西安米兰、昆明韩辰、武汉五洲、武汉韩辰、郑州米兰、北京米兰、湖南雅美、重庆米兰

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 主营业务：多层次业务方针，三大时尚板块协同发展

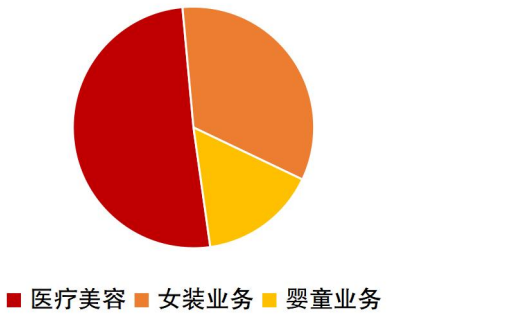
聚焦时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大业务，构建多产业互联的泛时尚生态圈。2025 年，三大业务营收均实现正增长：公司时尚女装作为传统优势主业实现收入 19.99 亿元，同比增长 3.85%，营收占比为 33.54%；医疗美容业务实现收入 30.26 亿元，同比增加 8.69%，营收占比为 50.76%，已成长为公司营收第一大板块和核心增长引擎；绿色婴童实现收入 9.36 亿元，同比增长 1.53%，营收占比 15.70%，婴童业务相对稳健。

图表 2：朗姿集团业务构成



资料来源：公司公告、公司官网、华源证券研究所

图表 3：2025 年各板块营收占比

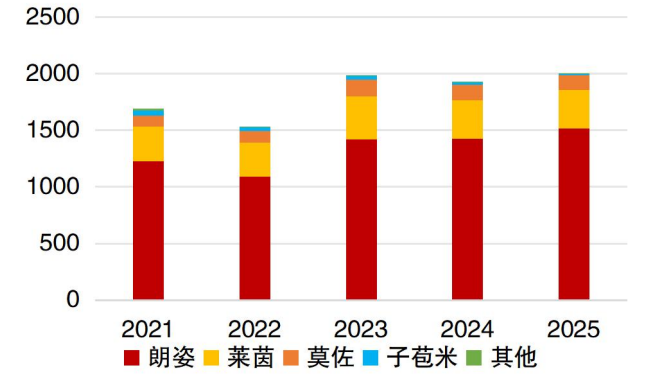


资料来源：公司公告、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

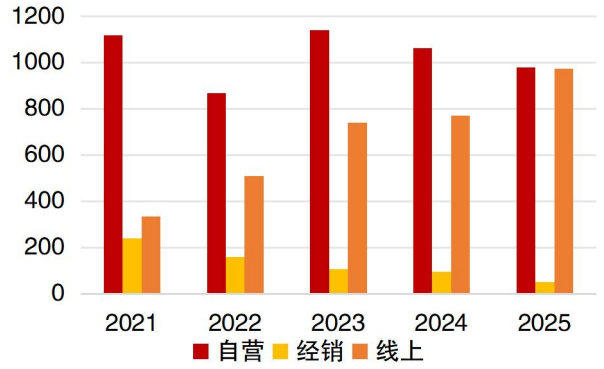
时尚女装：中高端女装市场领先者，渠道结构持续优化。公司以朗姿为核心品牌，定位中高端市场。2021-2025 年，公司女装业务收入从 16.92 亿元增长至 19.99 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 4.26%。其中朗姿品牌收入从 12.29 亿元增至 15.17 亿元，占比从 72.66%增至 75.89%，品牌集中度进一步强化。渠道方面，2021-2025 年，公司自营渠道收入从 11.18 亿元波动降至 9.79 亿元，2021-2025 年 CAGR 为-3.26%，进入战略调整阶段；经销渠道收入从 2.40 亿元逐渐降至 0.49 亿元，2021-2025 年 CAGR 为-32.71%，渠道持续收窄；线上渠道收入从 3.34 亿元增长至 9.71 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 30.54%，增长动能强劲。

图表 4：公司女装收入按品牌分类情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

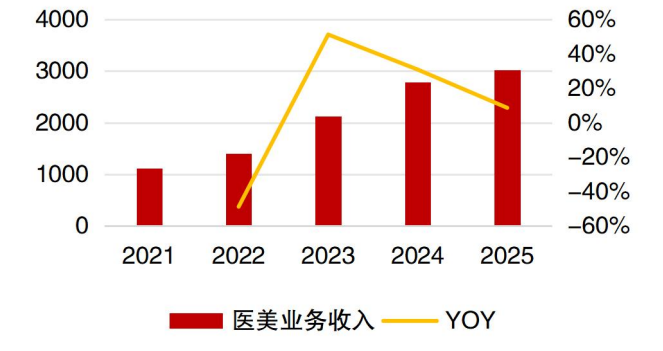
图表 5：公司女装收入按经营模式分类情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

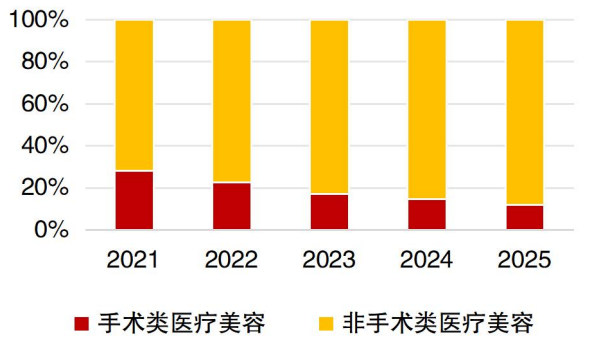
医疗美容：“外延并购+内生增长”双轮驱动，实现规模化扩张。公司自 2016 年切入医美赛道，现已形成七大品牌矩阵；截至 26H1 拥有 46 家医美机构，辐射北京、成都、深圳等十余座城市。2021-2025 年，公司医美板块营业收入从 11.20 亿元增至 30.26 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 28.21%。2026H1，公司医美板块实现收入 16.19 亿元，同比增长 14.96%。其中，非手术类占比从 2021 年 71.86%持续提升至 2025 年 88.18%，轻医美发展趋势明显。

图表 6：公司 2021-2025 年医美业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 7：公司 2021-2025 年手术类/非手术类营收占比变化



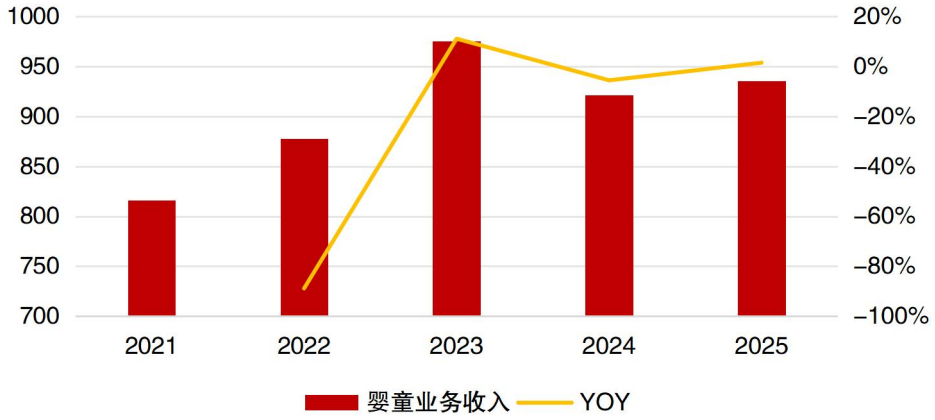
资料来源：公司公告、华源证券研究所

婴童业务：引领高端婴童市场，营收相对稳定。公司婴童业务产品对 0-6 岁婴幼儿的服装、用品、护肤品、玩具等孩童成长用品领域进行了全面覆盖，旗下拥有 Agabang 阿卡邦等一系列自有品牌。2021-2025 年，公司婴童板块营收从 8.16 亿元波动增长至 9.36 亿元，

下载日志已记录，仅供内部参考

2021-2025 年 CAGR 为 3.48%。2026H1，该板块实现收入 4.48 亿元，同比增长 2.99%，其中 Agabang 阿卡邦营收占比 48.97%，为婴童业务核心收入板块。

图表 8：公司 2021-2025 年婴童业务收入情况（单位：百万元）

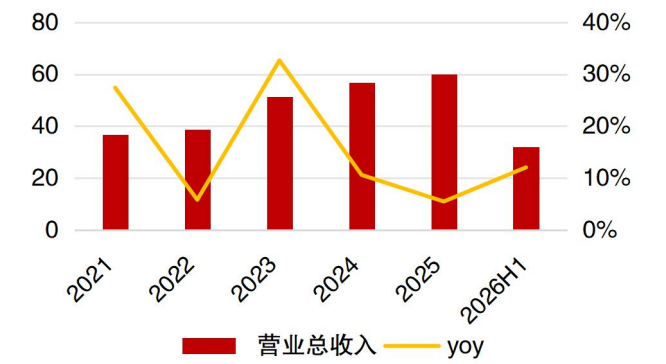


资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.3. 财务分析：毛利率稳步抬升，经营动能强劲

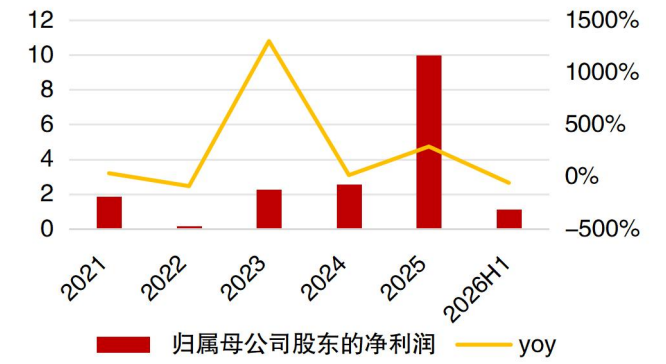
收入端稳健扩张，盈利端扣非盈利能力持续向好。2021-2025 年，公司营业总收入从 36.65 亿元增长至 60.03 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 13.13%，26H1 实现收入 32.08 亿元，同比增长 12.06%，主要由医美板块和女装板块双引擎驱动。26H1 公司实现归母净利润 1.11 亿元，同比下降 59.94%，主要系投资收益同比下滑拖累盈利表现，剔除一次性因素影响，实现扣非归母净利润 1.84 亿元，同比增长 35.26%。

图表 9：公司营业总收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 10：公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）

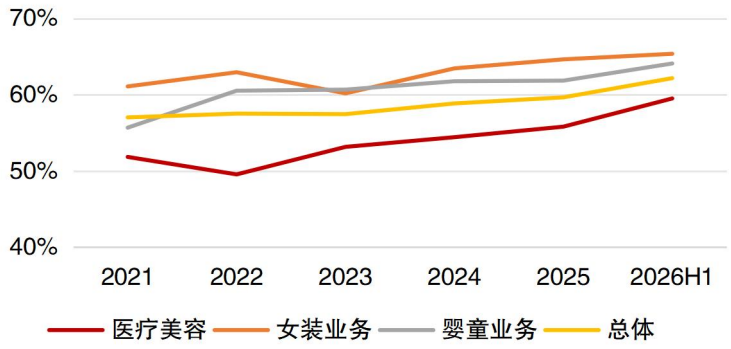


资料来源：iFinD、华源证券研究所

三大板块毛利率均呈提升态势。近年来公司总体毛利率呈稳步提升态势，2025 年，公司综合毛利率为 59.65%，同比提升 0.80PCT，26H1 进一步提升至 62.16%。其中，医疗美容业务毛利率提升较为显著，26H1 毛利率达 59.50%，同比增加 4.96PCT；女装业务 26H1 毛利率为 65.36%，同比提升 0.21PCT；婴童业务 26H1 毛利率为 64.09%，同比提升 1.73PCT。

下载日志已记录，仅供内部参考

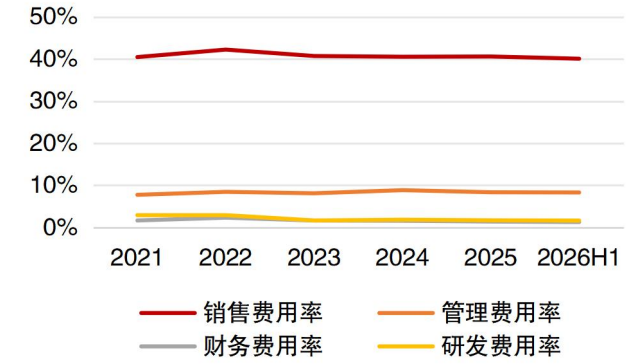
图表 11：公司毛利率及分业务毛利率



资料来源：iFinD、公司公告、华源证券研究所

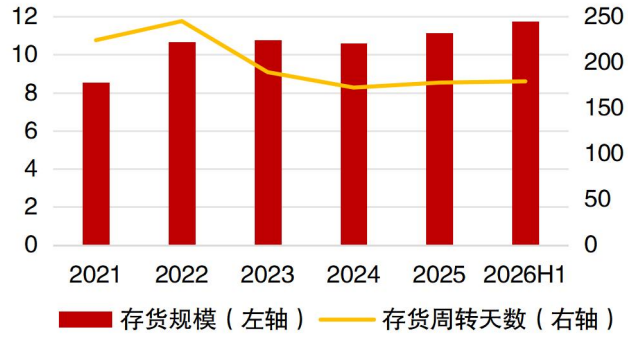
期间费用率总体平稳，存货规模可控、营运稳健。近年来公司各项费用率整体相对平稳，26H1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 40.06%/8.32%/1.30%/1.65%，同比-0.06PCT/+0.17PCT/-0.22PCT/-0.18PCT，整体表现较为平稳。存货方面，公司近五年存货规模及存货周转率保持相对稳定，2026H1 存货规模为 11.75 亿，同比增加 5.45%。2024 年以来，公司全面应用 RFID 技术，基本实现店仓一体化，持续提高存货管理精确度，同时以“以销定产”的模式组织生产经营，优化存货数量和周转时间。

图表 12：公司期间费用率



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 13：公司存货规模及周转天数（单位：亿元；天）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2. 医美业务：医美行业价值链重构，公司竞争优势持续强化

2.1. 行业分析：上游原料供给扩容以及监管趋严，或利好下游头部商家

上游原料端审批提速，合规材料供给日益丰富。国家药监局审评审批改革持续深化，医美上游合规产品获批节奏显著加快。2025 年 7 月至 2026 年 6 月，国家药监局共批准 46 款 III 类器械注射类产品、2 款注射用肉毒毒素产品和 26 款 III 类器械光电类医美治疗产品，包含 E 型肉毒毒素、重组肉毒毒素、胶原蛋白刺激类材料以及 2 台聚焦超声、含合规面部适应症的 III 类器械设备。据德勤中国统计，2024 年 1 月至 2025 年 7 月核心医美产品月均获批约

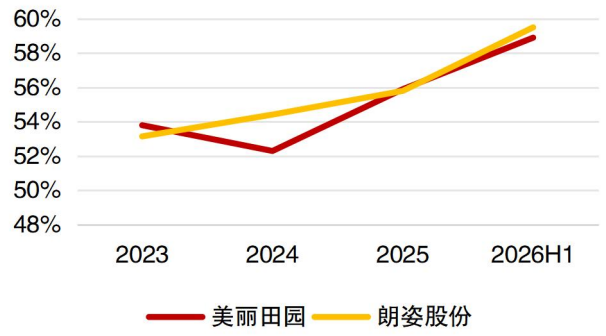
人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

3.7 款，2025 年 7 月至 2026 年 6 月升至月均约 6.2 款，获批节奏提升约 67%，供给端已进入产品快速迭代期。

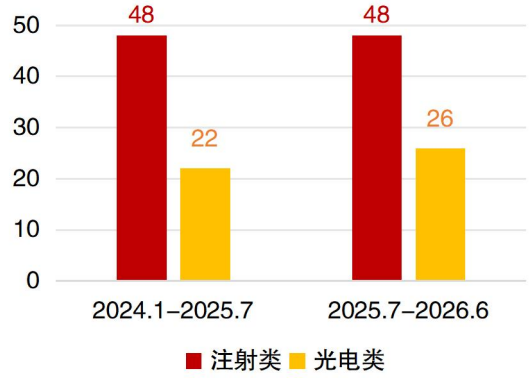
下游集采能力提升，医美产业链价值正向下游转移。一方面，上游合规产品选择面持续扩大，产品间竞争加剧，另一方面，下游连锁机构具备规模化集中采购优势，因此下游议价空间显著扩大。这一变化已在盈利端双向显现，下游机构盈利能力持续兑现，以朗姿股份为例，其医美板块毛利率逐渐提升。

图表 14：朗姿股份、美丽田园医美业务毛利率变化



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 15：主要医美产品获批情况（单位：款）



资料来源：德勤中国《中国医美行业 2025 年度洞悉报告》、德勤中国《中国医美行业 2026 年度洞悉报告》、华源证券研究所

监管趋严拉高合规经营成本，加速行业出清，中小机构逐步退出市场。近年来，医美监管在产品、广告、价格、税务等方面多维度深化，相关政策和监管措施日益完善，对医美机构的经营服务、治疗器械、广告宣传、项目定价等都提出更为具体的要求。2024 年，国家药监局查处非法注射案件超 2000 起；2025 年，超 1.8 万家黑机构被关停，超 320 名违规医师被吊销执照。营销获客方面，2025H2，小红书开展新一轮医美治理专项行动，累计处置违规笔记近 134 万条，封禁违规账号超过 30 万个。2026 年 1 月医美增值税改革落地，营利性医疗美容机构被排除在免税范围之外，其提供的医美服务需按照“生活服务”类目缴纳 6%的增值税。医美行业合规门槛系统性抬升下，不合规商家的生存空间不断收窄，中小型商家盈利承压、竞争力被进一步削弱。市场份额加速向合规程度高、精细化管理能力强的头部商家集中。根据德勤中国统计，2026H1 医美机构数净增长仅约 100 家，增速显著放缓。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：2025-2026 年医美机构数净增长统计

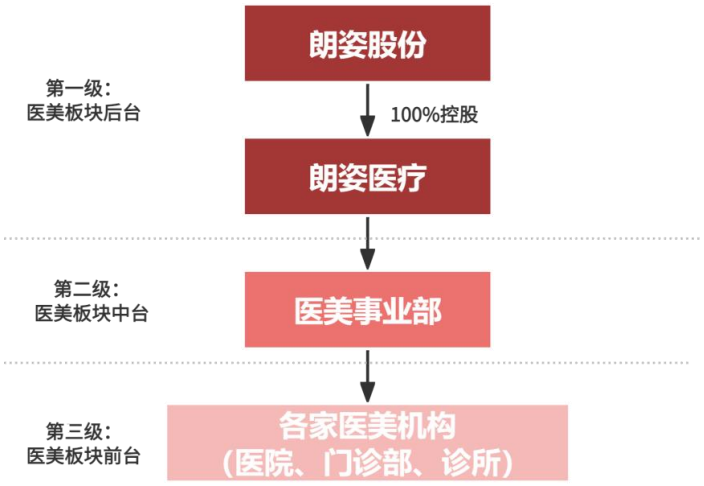


资料来源：德勤中国《中国医美行业 2026 年度洞悉报告》、华源证券研究所

2.2. 公司优势：科学管理架构与分层品牌矩阵协同，体外基金赋能并购扩张

三级管理架构设置，管理模式持续优化。公司形成“朗姿医管总部、医美事业部、医美机构”三级标准化组织架构体系：1）朗姿医管总部为“后台”，统筹医美业务规划和管理支持；2）医美事业部为“中台”，实行“品牌事业部+地域大区”双线运作，负责营销和运营；3）医美机构作为“前台”执行层，负责按照统一规范的诊治标准和业务流程提供医疗服务。各层级架构的组织重组和职能重塑优化了管理模式，搭建了标准体系流程，实现了医美机构管控和运营的可复制性，为多品牌跨区域扩张奠定了组织基础。

图表 17：公司实行三级组织架构体系



资料来源：公司公告、华源证券研究所

差异化分层品牌矩阵不断完善，覆盖不同消费层级需求。公司医美板块形成“高端综合医院—区域专科医院—技术型医院—轻医美连锁”多层级品牌矩阵。公司实现“大医院树立品牌标杆+小店实现高频复购+区域机构承接本地需求”的多品牌矩阵布局模式。截至 26H1，公司已布局 46 家医美机构，其中综合性医院 13 家，门诊部、诊所 33 家。几大品牌的差异

下载日志已记录，仅供内部参考

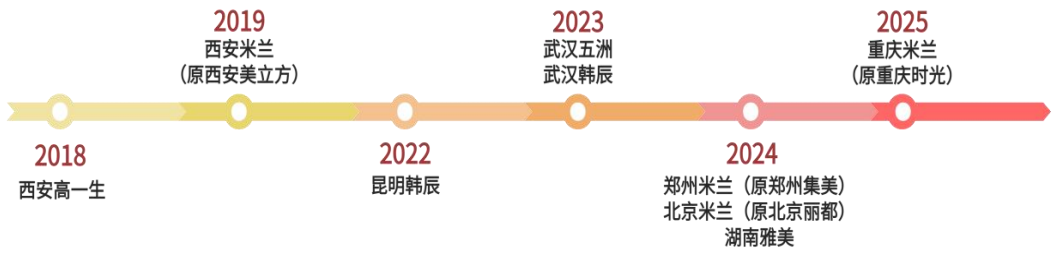
化定位和多店连锁，助力公司精准把握不同消费客群的细分需求，有望持续提升公司市场覆盖率。

图表 18：公司多层级医美品牌矩阵（数据截至 2026H1）

BRAVOU 米兰柏羽 生命如此美妙 **时间**：2004年成立，2016年收购 **定位**：坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌 **机构数量**：7家医院 **代表性机构**：四川米兰（5A级）	晶肤医美 jing **时间**：2012年成立，2016年收购 **定位**：专注医学抗衰及微整形类医美服务的医美连锁品牌 **机构数量**：1家医院、31家诊所、5家生美机构（晶肤美瑟） **代表性机构**：四川晶肤	HANJIN 韩辰医美 **时间**：2015年成立，2022年收购昆明韩辰，2023年收购武汉韩辰 **定位**：区域连锁医美品牌 **机构数量**：2家医院 **代表性机构**：昆明韩辰
Gonice 高一生整形 **时间**：1991年成立，2018年收购 **定位**：专业技术领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构 **机构数量**：1家医院 **代表性机构**：西安高一生	yamei 雅美 医疗美容医院 **时间**：2005年成立，2024年收购 **定位**：二级医疗美容医院，区域医美标杆型机构 **机构数量**：1家医院 **代表性机构**：湖南雅美	武汉五洲整形美容医院 WUHAN INTERNATIONAL COSMETIC AND PLASTIC HOSPITAL **时间**：2003年成立，2023年收购 **定位**：三级整形专科医院，武汉头部医美机构之一 **机构数量**：1家医院 **代表性机构**：武汉五洲

资料来源：公司公告、公司官网、华源证券研究所

图表 19：公司并购节奏



资料来源：公司公告、华源证券研究所

体外基金孵化＋体内收购，助力医美板块业务稳健扩张。为紧紧抓住行业发展的机遇，推动实现公司医美业务快速发展的战略目标，截至 2025 年报，公司先后参与设立了七支医美并购基金，基金整体规模可达 28.37 亿元。公司前期通过基金的专业化收购和孵化医美标的，有利于公司未来医美业务规模的持续提升。

3. 女装业务：数字化赋能全域运营，全渠道融合发展

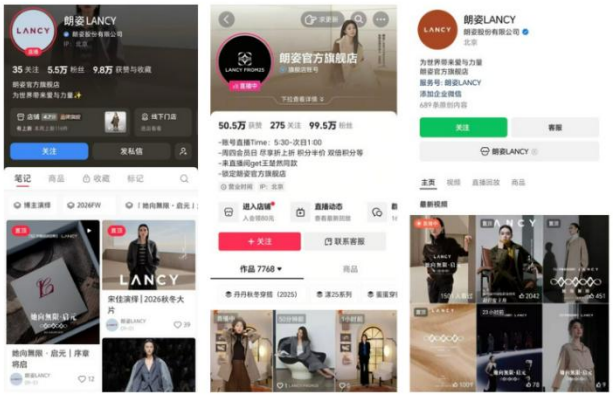
推动全域精细化运营，稳步推动品牌力建设。公司女装业务起步较早，标准化运营能力积累深厚，数字化运营探索也卓有成效：1）营销推广方面，持续巩固既有合作关系，依托“代言人–艺人–意见领袖–媒体”全渠道传播体系提升品牌传播声量；2）获客方面，布局“公域平台获客拉新、私域沉淀运营”的一体化客户管理体系，通过 CRM（客户关系管理）系统实现全渠道客户管理、沉淀客户数据资产，提升客户品牌忠诚度和复购率；3）数字化能力方面，

下载日志已记录，仅供内部参考

公司持续布局 AI、BI 数据面板等数字化工具，建设覆盖产品研发端、仓储端等环节。如 RFID 芯片的全面应用，实现了商品全生命周期追溯，助力打造柔性、敏捷的数字化供应链、推动实现店仓一体化。

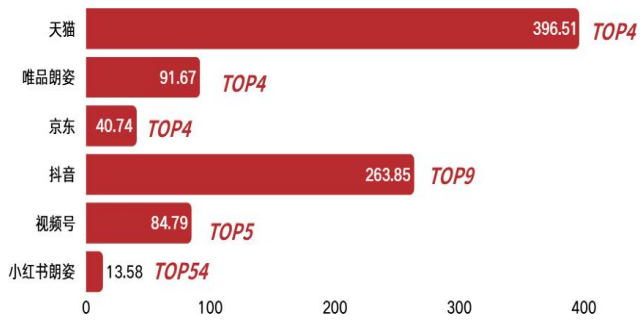
线上社交媒体全覆盖运营，电商平台进入加速发展阶段。公司在社交媒体网络通过“网红”“达人”以“种草”方式获取流量，实现了小红书、抖音及微信生态圈的小程序直播、视频号等社交平台全覆盖，为消费者提供 24 小时无缝购物消费体验，实现公域平台获客拉新，私域沉淀运营。线上渠道规模与质量并进，2026H1 实现全渠道累计支付金额 21.65 亿元，2026 年 618 全周期实现全渠道累计支付金额 8.91 亿元。

图表 20：公司小红书、抖音、微信视频号运营账号



资料来源：小红书、抖音、微信视频号、华源证券研究所

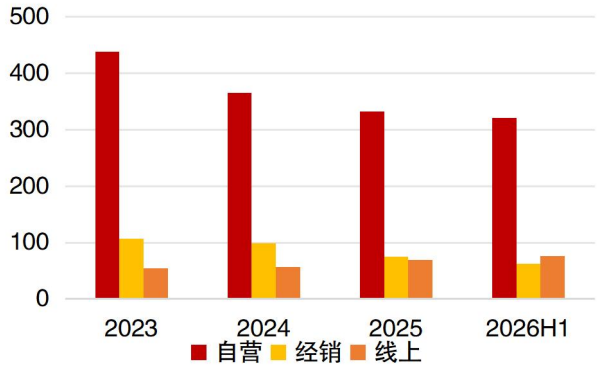
图表 21：2026 年 618 全周期公司全渠道支付金额及行业排名（单位：百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

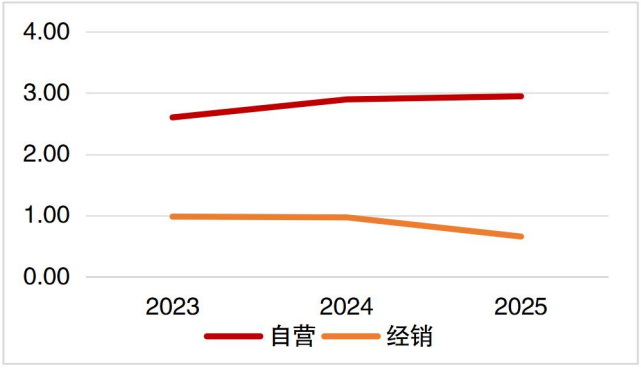
线下聚焦精耕提效，调改初步显效。2023 年以来公司持续收缩自营与经销门店数量，自营店铺数从 2023 年末 438 家缩减至 2026H1 末 321 家，经销店铺数从 2023 年末 107 家缩减至 2026H1 末 62 家。针对线下痛点，公司积极进行系统性调改，推动线下门店提质增效。一方面，线下门店配合线上营销渠道聚焦核心商品的打造，强化核心品类关联搭配，提升连带率；另一方面，通过举办高频次、多种类、精细化的线下门店活动，形成以“门店-导购”为聚合点的门店社群效应，提升到店转化率。2023 年以来自营店铺店效显著回升，2026H1 同店店效同比增长 4.38%，调改成效初步显现。

图表 22：公司近年来女装业务终端店铺数量（单位：家）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 23：公司近年来女装店效（单位：百万元/家）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

关键假设：

1）**医美业务：**公司推进“大医院树立品牌标杆+小店实现高频复购+区域机构承接本地需求”的多品牌矩阵布局模式，体外基金孵化、并购优质医美机构，助力公司医美业务实现规模协同增长，我们预计医美业务 2026-2028 年收入分别同比增长 10.0%/12.0%/12.0%。

2）**女装业务：**女装线上推进社交媒体全覆盖运营，持续巩固竞争优势，增长动能较为强劲；线下推进门店调改与升级，店铺调改持续显效，综合来看预计女装业务 2026-2028 年收入分别同比增长 14.9%/16.5%/15.5%；

3）**童装业务：**公司童装业务表现相对稳健，预计童装业务 2026-2028 年收入分别同比增长 3.0%/3.0%/3.0%。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.54/4.44/5.22 亿元，同比增速分别为-64.5%/25.1%/17.6%，当前股价对应的 PE 分别为 19/15/13 倍。

4.2. 投资评级

对于公司女装业务，我们选取女装赛道的地素时尚、歌力思、太平鸟为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 18X（以 10 月 22 日股价计）；对于医美业务，公司为国内医美机构连锁龙头，我们选取爱尔眼科、美丽田园医疗健康为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 15X。我们认为女装业务方面，公司全域精细化管理，线上打造爆品、精准选品、精准备货，持续触达年轻消费客群，构筑核心竞争壁垒，增长动能较强；线下门店持续调改，店铺数量回落到历史低位水平，后续门店汰换与精细化管理，线下有望恢复稳健增长。医美方面，公司作为国内医美连锁机构龙头，在门店模型运营及标准化输出与复制方面持续精耕细作，集采进一步强化毛利率优势，盈利能力有望持续优化。我们看好公司未来业绩端或实现稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026/10/22	26E	27E	28E	26E	27E	28E
603587.SH	地素时尚	12.09	0.65	0.72	0.79	18.6	16.8	15.3
603808.SH	歌力思	7.87	0.56	0.69	0.77	13.9	11.5	10.2
603877.SH	太平鸟	11.46	0.51	0.62	0.67	22.5	18.5	17.1
		平均值				18.4	15.6	14.2
300015.SZ	爱尔眼科	7.97	0.37	0.45	0.50	21.3	17.7	15.8
2373.HK	美丽田园医疗健康	14.06	1.72	2.05	2.39	8.2	6.8	5.9
		平均值				14.7	12.3	10.9

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价、EPS 单位分别为元、元/股，人民币港元汇率为 1 元=1.18 港元，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，朗姿股份盈利预测来自华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

商誉减值风险：公司医美并购形成大额商誉，若被收购医美机构业绩不及预期，将计提商誉减值，直接侵蚀公司利润。

医美业务合规风险：医美行业监管趋严，若合规管控不到位，或带来罚款、品牌及经营扰动。

消费复苏不及预期风险：公司医美、高端女装均属于可选消费，若居民消费意愿下滑，或影响门店客流、客单价与整体营收表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	801	1,016	1,403	1,864
应收票据及账款	149	213	239	268
预付账款	71	55	62	69
其他应收款	55	75	84	94
存货	1,242	1,255	1,399	1,568
其他流动资产	471	486	498	512
流动资产总计	**2,789**	**3,101**	**3,685**	**4,374**
长期股权投资	771	799	827	856
固定资产	1,395	1,298	1,215	1,130
在建工程	5	78	85	92
无形资产	403	389	385	379
长期待摊费用	327	281	222	150
其他非流动资产	2,886	2,938	3,029	3,118
非流动资产合计	**5,786**	**5,783**	**5,763**	**5,724**
资产总计	**8,575**	**8,884**	**9,448**	**10,098**
短期借款	1,113	1,173	1,243	1,323
应付票据及账款	253	277	308	345
其他流动负债	1,907	1,950	2,185	2,448
流动负债合计	**3,273**	**3,400**	**3,736**	**4,116**
长期借款	1,156	1,196	1,246	1,306
其他非流动负债	111	111	111	111
非流动负债合计	**1,266**	**1,306**	**1,356**	**1,416**
负债合计	**4,539**	**4,706**	**5,092**	**5,532**
股本	442	442	442	442
资本公积	999	999	999	999
留存收益	1,960	2,065	2,198	2,354
归属母公司权益	3,401	3,507	3,640	3,795
少数股东权益	634	671	717	771
股东权益合计	**4,035**	**4,178**	**4,356**	**4,566**
负债和股东权益合计	**8,575**	**8,884**	**9,448**	**10,098**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**6,003**	**6,590**	**7,397**	**8,288**
营业成本	**2,422**	**2,507**	**2,794**	**3,130**
税金及附加	29	32	36	40
销售费用	2,437	2,755	3,107	3,481
管理费用	503	558	627	702
研发费用	103	121	135	152
财务费用	84	104	107	112
资产减值损失	-20	-33	-30	-25
信用减值损失	-1	2	2	2
其他经营损益	0	-1	-1	-1
投资收益	915	58	58	58
公允价值变动损益	-31	-60	-20	0
资产处置收益	-2	0	0	0
其他收益	8	8	8	8
营业利润	**1,293**	**489**	**609**	**714**
营业外收入	8	5	5	5
营业外支出	23	16	16	16
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**1,278**	**478**	**598**	**703**
所得税	231	87	108	127
净利润	**1,047**	**391**	**490**	**576**
少数股东损益	48	37	46	54
归属母公司股东净利润	**999**	**354**	**444**	**522**
EPS(元)	2.26	0.80	1.00	1.18

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,047	395	461	531
折旧与摊销	334	251	269	287
财务费用	84	104	107	112
投资损失	-915	-58	-58	-58
营运资金变动	-231	-30	68	72
其他经营现金流	126	55	55	55
经营性现金净流量	**445**	**716**	**901**	**998**
投资性现金净流量	**442**	**-249**	**-216**	**-200**
筹资性现金净流量	**-578**	**-252**	**-299**	**-338**
现金流量净额	**305**	**215**	**387**	**461**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	5.48%	9.78%	12.25%	12.05%
营业利润增长率	229.89%	-62.20%	24.57%	17.29%
归母净利润增长率	288.52%	-64.53%	25.13%	17.61%
经营现金流增长率	-21.42%	60.88%	25.84%	10.74%
盈利能力				
毛利率	59.65%	61.96%	62.22%	62.23%
净利率	17.44%	5.94%	6.62%	6.95%
ROE	29.38%	10.11%	12.19%	13.74%
ROA	11.65%	3.99%	4.69%	5.17%
估值倍数				
P/E	6.81	19.21	15.35	13.05
P/S	1.13	1.03	0.92	0.82
P/B	2.00	1.94	1.87	1.79
股息率	7.80%	3.65%	4.57%	5.37%
EV/EBITDA	7	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。