朗姿股份（002612）

医美龙头内生提效+外延扩张，女装渠道优化驱动增长

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,837	6,003	6,381	7,107	7,836
同比（%）	2.31	2.85	6.31	11.38	10.26
归母净利润（百万元）	260.63	999.29	324.56	463.17	576.46
同比（%）	2.74	283.41	(67.52)	42.71	24.46
EPS-最新摊薄（元/股）	0.59	2.26	0.73	1.05	1.30
P/E（现价&最新摊薄）	28.18	7.35	22.63	15.86	12.74

投资要点

- **高端女装起家，医美+女装共同驱动增长。**公司成立于 2006 年，2011 年登陆深交所，以中高端女装起家，2016 年切入医疗美容，目前已形成医疗美容、时尚女装、绿色婴童三大业务板块。2025 年公司实现营收 60.03 亿元，医美/女装/婴童收入占比分别为 50.4%/33.3%/15.6%，医美已成为第一大业务，2026Q1-Q3 占比进一步升至 51.6%。2026 年 8 月公司发布第四期员工持股计划，10 月完成 942 万股受让，设置收入增加额与平均净利润率双重目标，强化核心团队中长期利益绑定。

- **医美产业链价值重构，头部终端机构盈利空间有望打开。**上游医美产品供给持续丰富，2025 年 7 月至 2026 年 6 月 III 类器械注射类/III 类器械光电类产品 46/26 款，同功效产品竞争加剧，单一产品稀缺性逐步下降；下游机构经营分化加剧，具备品牌、医生资源、规范运营及客户管理能力的头部机构竞争优势逐步凸显。产业链价值有望向优质终端重新分配，朗姿凭借规模化连锁网络及多品牌布局，有望受益于采购议价能力提升及经营效率改善。

- **公司医美内生提效与外延扩张并行，盈利改善推动利润释放。**公司已形成以米兰柏羽、晶肤、韩辰、高一生、五洲、长沙雅美医美等为核心的多层次医美品牌矩阵，覆盖综合医美与轻医美市场。2026H1 医美收入同比增长 15.0%，其中非手术业务同比增长 20.1%，占医美收入比重提升至 90.2%；板块毛利率同比提升 5.0pct 至 59.5%。非手术项目占比提升叠加机构运营效率改善，推动存量机构盈利修复；同时，公司通过新机构培育、外延并购及产业基金储备持续完善全国布局，形成“内生提效+外延并购+基金孵化”的增长路径。

- **女装品牌基本盘稳健，线上渠道扩张推动盈利能力改善。**公司围绕朗姿等品牌形成中高端女装矩阵，品牌定位与渠道布局较为成熟。2026H1 女装收入同增 13.4%，其中线上收入高增、同增 36.2%，线上收入占比提升至 55.6%，板块毛利率保持在 65.4%的较高水平。随着线上渠道占比持续提升、线下门店结构优化，女装业务盈利能力有望进一步改善。

- **盈利预测与投资建议：**公司作为医美终端龙头，医美业务头部集中，盈利能力有望持续改善，叠加女装线上渠道优化，有望支撑中长期业绩增长。我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.2/4.6/5.8 亿元，同比分别-67.5%/+42.7%/+24.5%，2026 年同比下降主要系上年非经常性收益形成高基数，对应 PE 分别为 23/16/13 倍。公司兼具医美终端成长空间与女装稳定经营基础，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**医美行业竞争加剧风险，外延扩张不及预期风险，女装线上退货率提升，医美行业监管政策变化风险，税率上升风险等。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

2026 年 11 月 16 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 郗越
执业证书：S0600524080008
xiy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.60
一年最低/最高价	10.61/23.64
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	4,338.56
总市值(百万元)	7,344.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.63
资产负债率(%,LF)	57.43
总股本(百万股)	442.45
流通 A 股(百万股)	261.36

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 从高端女装到医美龙头，多元业务布局逐步成型 4
1.1. 高端女装起家，医美业务快速孵化成长 4
1.2. 医美业务快速成长，主业盈利稳步改善 6
1.3. 股权结构稳定，管理团队与激励机制协同绑定长期发展 8
2. 医美价值重构驱动成长，女装线上化改善盈利 10
2.1. 医美：产业链价值重构，头部机构盈利与扩张空间打开 10
2.1.1. 轻医美加速渗透，头部终端规模分化 10
2.1.2. 上游供给放量叠加下游分化，头部机构议价能力提升 11
2.1.3. 多品牌分层布局，存量机构经营持续改善 13
2.1.4. 内生提效+外延并购，体外资产提供持续储备 17
2.2. 女装：高端女装基本盘稳健，线上化推动盈利能力改善 19
2.2.1. 中高端女装进入存量竞争，全渠道运营重要性提升 19
2.2.2. 多品牌基本盘稳健，线上占比提升释放利润弹性 20
3. 盈利预测与投资建议：医美盈利改善驱动增长，多业务价值有望重估 21
3.1. 盈利预测：医美提效增质，女装盈利改善提供稳定支撑 21
3.2. 投资建议：医美价值重构打开盈利弹性，可比公司估值支撑合理价值 22
4. 风险提示 23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 朗姿股份发展历程及业务布局演变....4
图 2: 朗姿股份三大业务板块及品牌矩阵....5
图 3: 2021—2025 年朗姿股份分业务营业收入....5
图 4: 2021—2025 年朗姿股份分业务营业收入占比....5
图 5: 2021—2025 年朗姿股份分业务收入....6
图 6: 2021—2025 年公司收入增量拆分....6
图 7: 2021—2025 年朗姿股份归母及扣非归母净利润....7
图 8: 2021—2025 年朗姿股份毛利率、销售净利率及扣非净利率....7
图 9: 2021—2025 年朗姿股份分业务毛利率....7
图 10: 2021—2025 年朗姿股份销售、管理及研发费用率....8
图 11: 2021—2025 年朗姿股份医美机构数量及单机构收入....8
图 12: 2025 年朗姿股份女装主要销售费用同比变化....8
图 13: 公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）....9
图 14: 中国医疗美容市场规模....11
图 15: 中国医疗美容手术类及非手术类市场规模及占比....11
图 16: 中国主要上市/挂牌医美终端上市 2025 年医美相关收入规模....11
图 17: 2019 年医美产业链上下游代表企业毛利率对比....12
图 18: 核心医美产品月均获批数量....13
图 19: 我国医美机构净新增数量及同比变化....13
图 20: 代表性医美机构毛利率....13
图 21: 2021—2025 年朗姿股份医疗美容业务收入....16
图 22: 2021—2025 年朗姿医美机构数量及覆盖城市数....16
图 23: 2021—2025 年朗姿医美手术/非手术业务收入及占比....16
图 24: 2021—2025 年朗姿股份医美业务毛利率及归母净利率....16
图 25: 2021—2025 年朗姿医美单机构收入....17
图 26: 2021—2025 年我国限额以上单位服装类商品零售额....20
图 27: 2020—2025 年我国服装 B2C 网络零售额及增速....20
图 28: 2021—2025 年朗姿股份女装业务收入及同比增速....21
图 29: 2021—2025 年朗姿股份女装线上/线下收入及线上收入占比....21

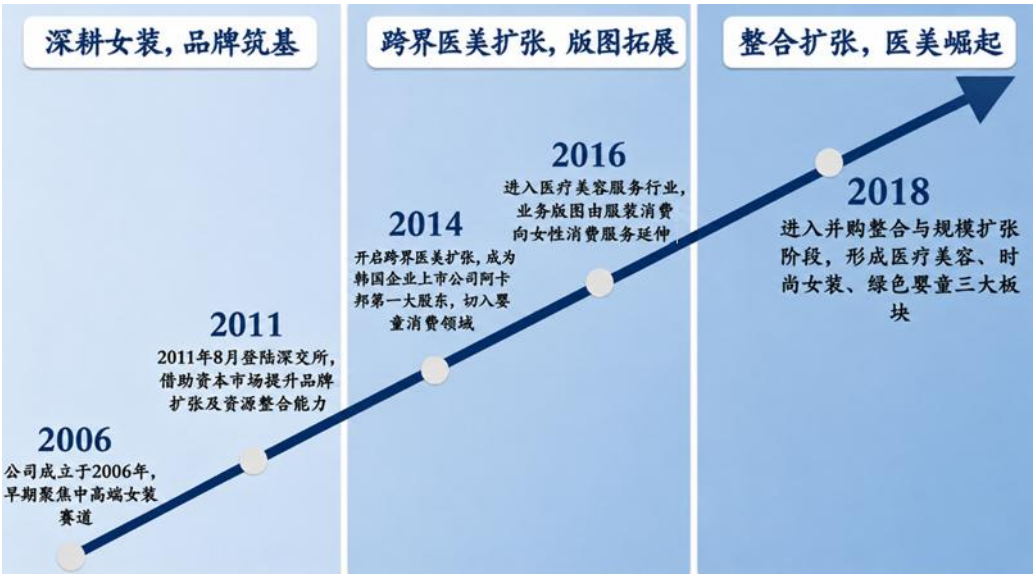
表 1: 公司核心管理层情况....9
表 2: 第四期员工持股计划公司层面业绩考核目标....10
表 3: 2019 年前后医美注射产品产业链价格及加价情况....12
表 4: 朗姿股份旗下主要医美品牌情况（截至 2025 年末）....14
表 5: 朗姿股份多品牌布局与门店扩展情况....15
表 6: 朗姿股份主要医美并购事件....18
表 7: 朗姿股份医美产业基金情况（截至 2025 年末）....18
表 8: 朗姿股份当前主要体外医美资产情况（截至 2025 年末）....19
表 9: 公司收入预测的主要假设(百万元, 2023-2028E)....22
表 10: 朗姿股份可比公司....23

1. 从高端女装到医美龙头，多元业务布局逐步成型

1.1. 高端女装起家，医美业务快速孵化成长

高端女装起家，外延拓展推动泛时尚产业版图逐步成型。公司成立于 2006 年，早期聚焦中高端女装，通过自主品牌培育、海外品牌引进及多品牌运营夯实品牌基础，2011 年登陆深交所。**2014 年起，公司开启跨品类扩张**，先后通过控股韩国童装企业阿卡邦切入婴童领域，并于 2016 年进入医疗美容服务行业，业务边界由服装消费向女性消费服务延伸。**2018 年以来，公司进入并购整合与规模扩张阶段**，围绕医美等核心业务持续推进外延收购与内生培育，经营规模及区域覆盖不断提升。经过近二十年发展，公司已由单一中高端女装企业转型为覆盖医疗美容、时尚女装及绿色婴童三大板块的泛时尚产业集团。

图1：朗姿股份发展历程及业务布局演变



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1）医疗美容：核心业务地位确立，机构网络进入规模化运营阶段。公司已形成覆盖综合医美与轻医美的多品牌、多区域机构矩阵，其中米兰柏羽定位高端综合医美，晶肤医美侧重轻医美连锁，其余品牌形成区域补充。随着机构数量及区域覆盖持续提升，医美业务正由早期并购扩张逐步转向品牌整合与精细化运营。

2）时尚女装：传统主业经营成熟，多品牌与全渠道体系基本成型。公司长期聚焦中高端女装市场，已形成以朗姿为核心、多个差异化品牌协同发展的品牌体系，并搭建线下直营与线上电商相结合的销售网络。当前业务重点由规模扩张转向品牌升级、产品迭代及渠道结构优化，整体经营保持稳健。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3）绿色婴童：业务体系较为成熟，以韩国市场稳定经营为主。公司绿色婴童业务主要由韩国阿卡邦经营，覆盖婴童服饰、用品及儿童家居等品类，并形成 Agabang、Dearbaby、ETTOI 等品牌矩阵。当前仍以韩国市场为核心，品牌及渠道布局相对稳定。

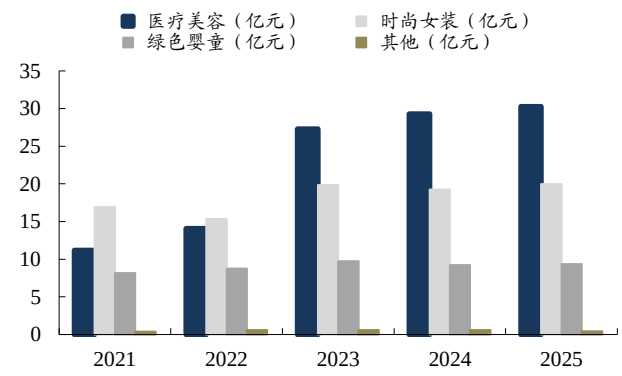
图2：朗姿股份三大业务板块及品牌矩阵



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

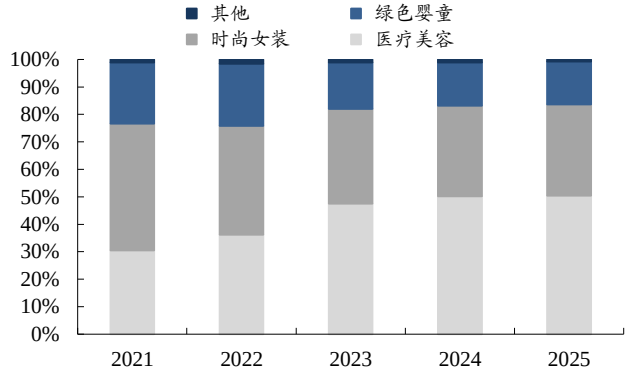
从高端女装向“女装+医美+婴童”多元布局，业务结构持续优化。公司以高端女装业务起家，此后通过外延并购逐步切入绿色婴童及医疗美容领域，形成三大业务板块协同发展的业务格局。2021—2025 年，公司营业收入由 36.7 亿元增至 60.0 亿元，其中医美业务收入占比由 33.6%提升至 50.4%，同期女装、绿色婴童业务占比分别由 44.1%、21.3%降至 33.3%、15.6%。医美业务较快增长，推动公司收入结构持续向医美倾斜，并成为近年来整体收入增长的主要驱动力。

图3：2021—2025 年朗姿股份分业务营业收入



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图4：2021—2025 年朗姿股份分业务营业收入占比



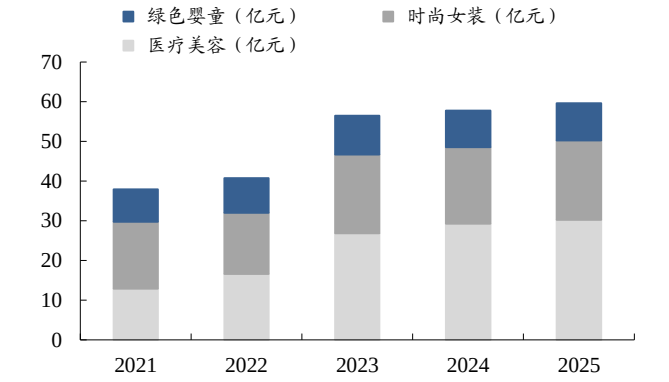
数据来源：iFind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 医美业务快速成长，主业盈利稳步改善

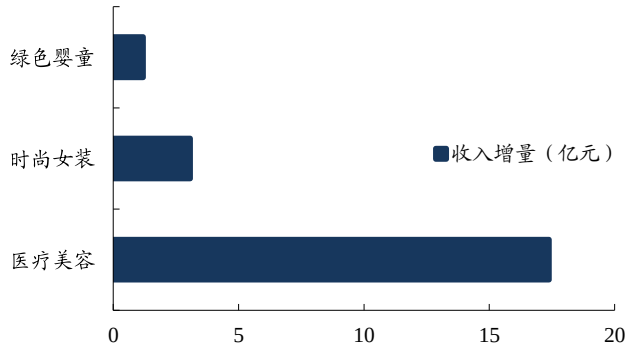
医美业务快速成长，女装及婴童支撑基本盘。2021—2025 年公司营业收入由 36.7 亿元增至 60.0 亿元，CAGR 约 13.1%；其中医美业务收入由 12.9 亿元增至 30.3 亿元，贡献同期约 74%的收入增量，是公司规模扩张的主要驱动力。

图5：2021—2025 年朗姿股份分业务收入



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图6：2021—2025 年公司收入增量拆分

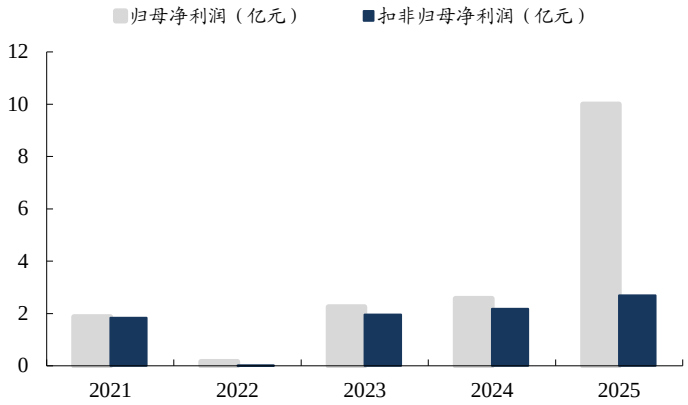


数据来源：iFind，东吴证券研究所

26 年以来主营盈利持续修复，25 年投资收益增厚表观利润。2023 年以来公司扣非归母净利润持续改善，2025 年增至 2.69 亿元，同比+23.8%，综合毛利率提升至 59.7%，主业盈利延续修复。同期归母净利润增至 9.99 亿元，显著高于扣非利润，主要受若羽臣股权处置及相关投资收益等非经常性损益增厚，扣非口径更能反映主营经营表现。**分业务看，医美毛利率持续回升，女装及婴童维持较高水平。**医美毛利率由 2022 年的 49.9%升至 2025 年的 55.8%，主要受非手术项目占比及毛利率提升驱动；2025 年非手术收入占比升至 88.2%，毛利率达 56.9%。女装受品牌及产品结构优化支撑，朗姿主品牌收入占比升至 75.9%，板块毛利率提升至 64.6%；婴童通过货品折扣及门店结构优化，毛利率稳定在 61.8%左右。整体看，医美盈利修复逐步对冲业务结构变化带来的毛利率压力，叠加传统业务较高毛利，公司主营盈利质量持续改善。

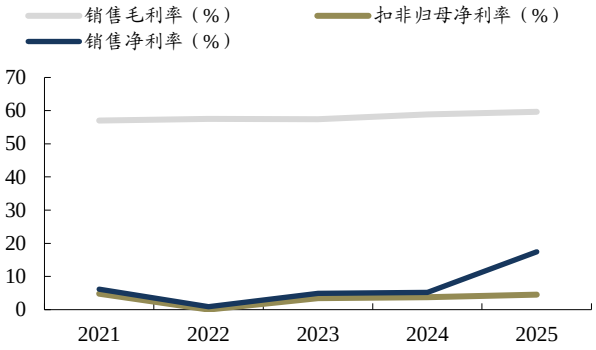
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图7：2021—2025 年朗姿股份归母及扣非归母净利润



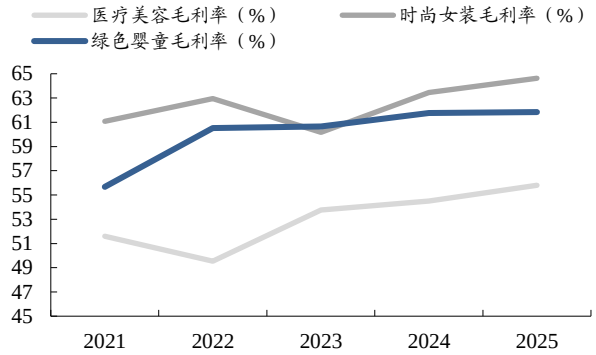
数据来源：iFind，东吴证券研究所

图8：2021—2025 年朗姿股份毛利率、销售净利率及扣非净利率



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图9：2021—2025 年朗姿股份分业务毛利率

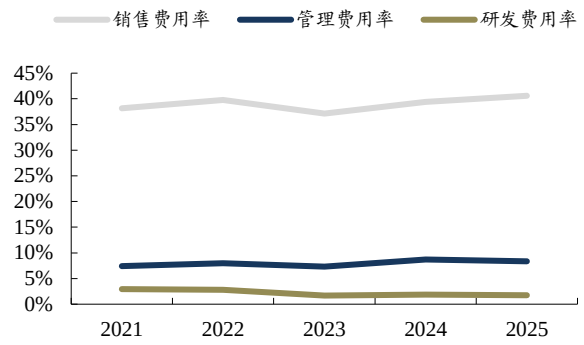


数据来源：iFind，东吴证券研究所

经营效率边际改善。2021—2025 年公司销售费用率整体维持在 40%左右，2025 年为 40.6%；管理费用率由 2024 年的 8.9%降至 2025 年的 8.4%，研发费用率由 2021 年的 3.1%降至 2025 年的 1.7%。**医美方面**，机构数量由 2021 年的 28 家增至 2025 年的 43 家，收入增速快于机构扩张，按期末机构数测算的单机构收入由约 0.46 亿元提升至 0.70 亿元，存量机构培育和产出提升逐步成为增长支撑。**女装方面**，2025 年广告宣传及平台服务费同比+17.1%，店铺托管费、租赁费及装修摊销与折旧费分别同比-3.7%、-19.8%、-20.5%，线下投入收缩、平台及营销投入增加。整体看，医美单机构产出提升、管理端规模效应显现，叠加女装渠道调整，公司经营效率边际改善。

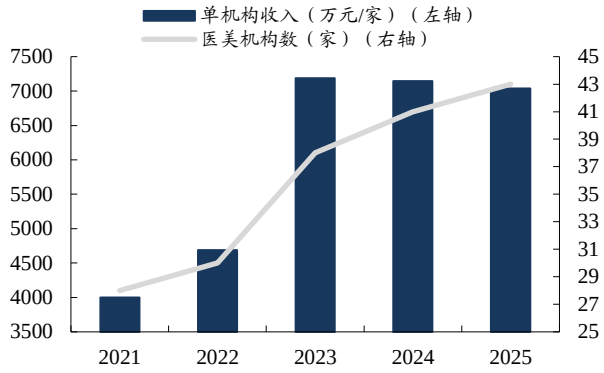
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图10：2021—2025 年朗姿股份销售、管理及研发费用率



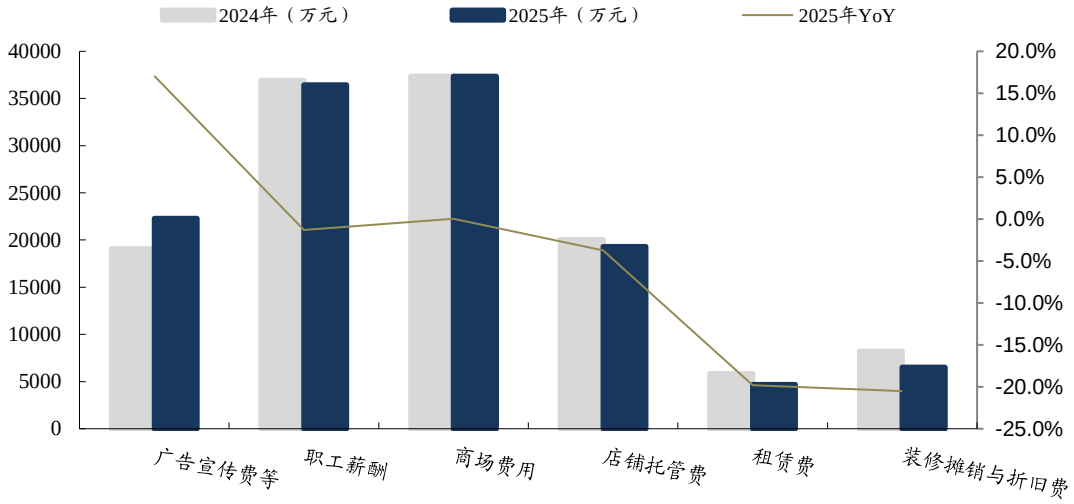
数据来源：iFind，东吴证券研究所

图11：2021—2025 年朗姿股份医美机构数量及单机构收入



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图12：2025 年朗姿股份女装主要销售费用同比变化



数据来源：东吴证券研究所

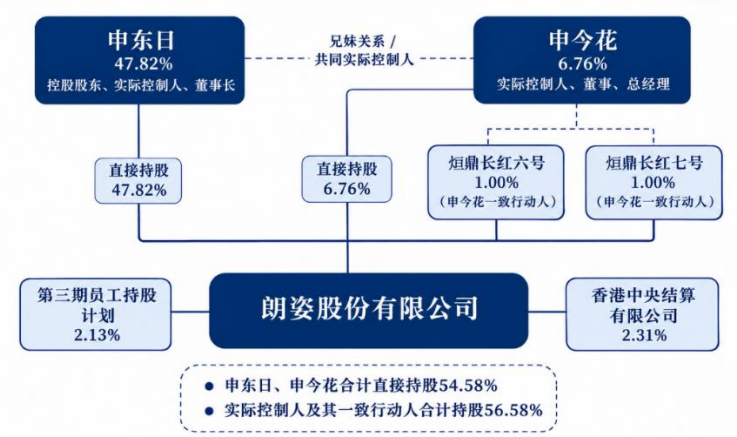
1.3. 股权结构稳定，管理团队与激励机制协同绑定长期发展

股权结构集中稳定，实控人深度参与经营。截至 2026Q3 末，申东日、申今花分别直接持有公司 47.82%、6.76%的股份，二人为兄妹关系，系公司共同实际控制人。此外，申今花的一致行动人烜鼎长红六号、七号私募证券投资基金分别持有公司 1.00%的股份，二人及其一致行动人合计持股 56.58%，公司股权结构较为集中。申东日、申今花均为公司创始人及实际控制人，其中申东日担任董事长，申今花担任董事、总经理，核心股东深度参与公司经营管理；香港中央结算持股 2.31%，其余股东持股相对分散。2026 年 5 月董事会换届后，两位实控人继续担任核心职务，治理架构保持稳定。2026 年 10 月，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司第四期员工持股计划完成 942 万股股票受让，占总股本 2.13%，进一步强化核心团队利益绑定。较集中的股权结构及中长期激励机制有助于保持战略延续性和执行效率，并支撑医美业务长期并购整合与跨区域扩张。

图13：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

管理团队经验丰富，医美专业化能力持续完善。公司管理层兼具品牌运营、医疗机构管理、产业投资及财务管理经验。申东日、申今花作为创始人及实控人，分别任董事长、总经理，长期负责公司战略及经营管理；常静曾任 IBM 高级咨询经理，现负责服装板块。医美团队方面，赵衡由公司投资总监转任朗姿医管总经理，兼具产业投资与平台管理经验；朱杨柳长期负责四川米兰柏羽经营，蒲兵、马剑华分别具备咨询及医美财务管理背景。公司已形成覆盖战略投资、品牌经营、机构运营及后台管理的专业团队，并通过“集团+医管平台+事业部+医疗机构”体系支撑医美业务并购整合与跨区域复制。

表1：公司核心管理层情况

姓名	现任职务	主要履历及经验
申东日	董事长	公司创始人、实际控制人，长期负责公司整体战略及经营决策
申今花	董事、总经理	公司创始人、实际控制人，长江商学院 EMBA，长期参与女装品牌及集团经营管理
赵衡	职工代表董事、朗姿医管总经理	清华大学工学博士，曾任公司投资总监，兼具产业投资及医美平台管理经验
常静	副总经理、服装板块总裁、朗姿事业部总经理	西安交大硕士，曾任 IBM 高级咨询经理，负责女装板块经营及品牌管理
朱杨柳	总经理助理、朗姿医管副总经理、米兰柏羽事业部总经理	四川大学医院管理高级研修班，自 2013 年起任四川米兰柏羽总经理，医疗机构运营经验丰富
蒲兵	总经理助理、医美事业部财务总监兼人力资源总监	曾任 IBM、安永高级咨询经理，负责医美板块财务及人力资源管理

请务必阅读正文之后的免责声明部分

马剑华	总经理助理、韩辰事业部总经理兼昆明韩辰总经理	曾任广州美莱财务总监，具备医美机构财务及经营管理经验

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

第四期员工持股计划完成股票购买，中长期考核强化核心团队利益绑定。公司第四期员工持股计划于 2026 年 10 月 22 日完成全部股票购买，通过大宗交易受让第三期员工持股计划所持 942 万股股份，占总股本 2.13%，成交金额 1.26 亿元，成交均价约 13.40 元/股。计划覆盖不超过 149 名董事、高管及核心骨干，并预留 393.5 万份用于后续人才激励。所持股份分两期解锁，自 2026 年 10 月 22 日起满 30 个月、54 个月分别解锁 50%，考核周期延伸至 2030 年。公司层面设置收入与盈利双重考核，2026—2028 年及 2026—2030 年均以 2025 年收入为基数，考核期内最高年度收入较 2025 年增加额目标值/触发值分别为 105/45 亿元，平均净利润率目标值/触发值分别为 10%/4%。较长考核周期叠加规模与盈利双重约束，有助于兼顾增长质量并强化核心团队与公司中长期发展目标的利益绑定。

表2：第四期员工持股计划公司层面业绩考核目标

解锁期	考核期间	营业收入增加额目标值	营业收入增加额触发值	平均净利润率目标值	平均净利润率触发值
第一个解锁期	2026—2028 年	105 亿元	45 亿元	10%	4%
第二个解锁期	2026—2030 年	105 亿元	45 亿元	10%	4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 医美价值重构驱动成长，女装线上化改善盈利

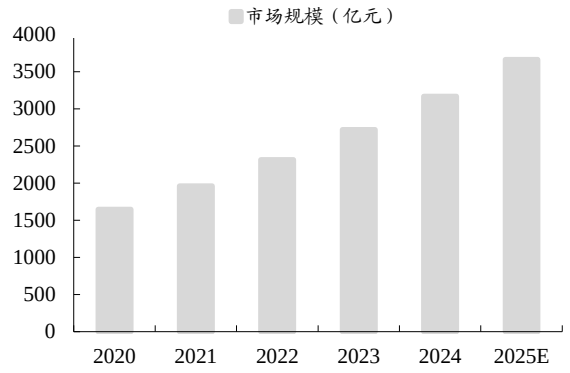
2.1. 医美：产业链价值重构，头部机构盈利与扩张空间打开

2.1.1. 轻医美加速渗透，头部终端规模分化

行业持续扩容，非手术医美渗透提升推动消费高频化。中国医美市场规模由 2020 年的 1,647 亿元增至 2024 年的 3,167 亿元，根据美团医美和罗兰贝格的预测，预计 2025 年达 3,666 亿元；非手术医美占比由 2020 年的 50%提升至 2025E 的 57%，2030E 有望进一步升至 64%。相较手术类项目，注射、光电等非手术项目创伤小、恢复快、决策门槛较低，首次医美用户中光电和注射项目选择比例分别达 68.7%和 59.0%，已成为重要消费入口。同时非手术项目具备周期治疗和持续维护需求，复购属性更强，有望推动医美消费由低频整形向高频、日常化需求延伸，并提升机构客户留存及长期运营的重要性。

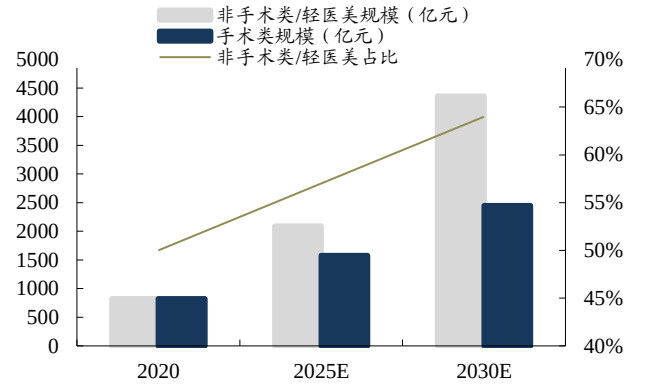
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图14：中国医疗美容市场规模



数据来源：美团医美、罗兰贝格《2025 医美行业白皮书》，东吴证券研究所

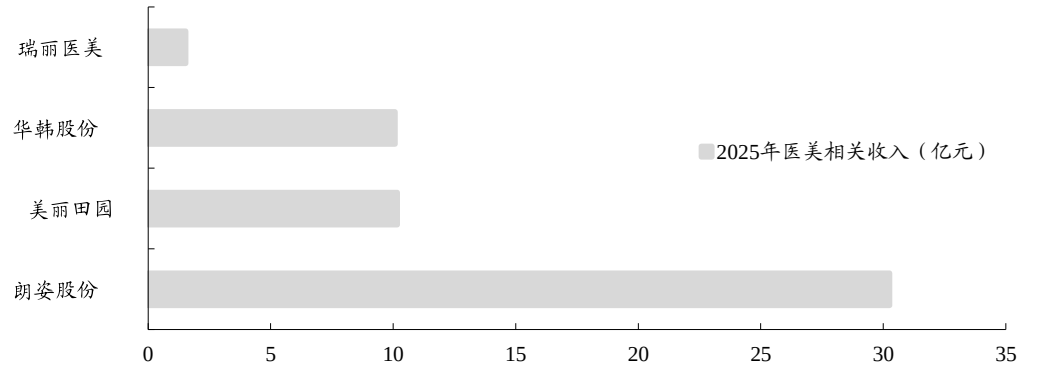
图15：中国医疗美容手术类及非手术类市场规模及占比



数据来源：美团医美、罗兰贝格《2025 医美行业白皮书》，东吴证券研究所

终端格局分散，朗姿医美规模优势突出。2025 年朗姿医美业务实现收入 30.26 亿元，高于美丽田园医疗美容服务的 10.17 亿元、华韩股份整形科及美容皮肤科合计 10.08 亿元以及瑞丽医美医疗美容服务的 1.53 亿元，在主要上市/挂牌医美终端平台中收入体量领先。较大的业务规模背后对应更广的机构网络及多品牌布局，有助于强化集中采购、品牌建设和运营体系复制等规模优势。随着行业由粗放扩张逐步转向存量经营，头部平台的竞争重点亦由门店数量进一步向单店效率、客户运营及标准化管理能力迁移，朗姿现有规模基础有望为后续经营效率提升提供支撑。

图16：中国主要上市/挂牌医美终端上市 2025 年医美相关收入规模



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.2. 上游供给放量叠加下游分化，头部机构议价能力提升

此前：产品供给受限，上游凭借牌照与技术壁垒享有较高溢价。2019 年前后，医美

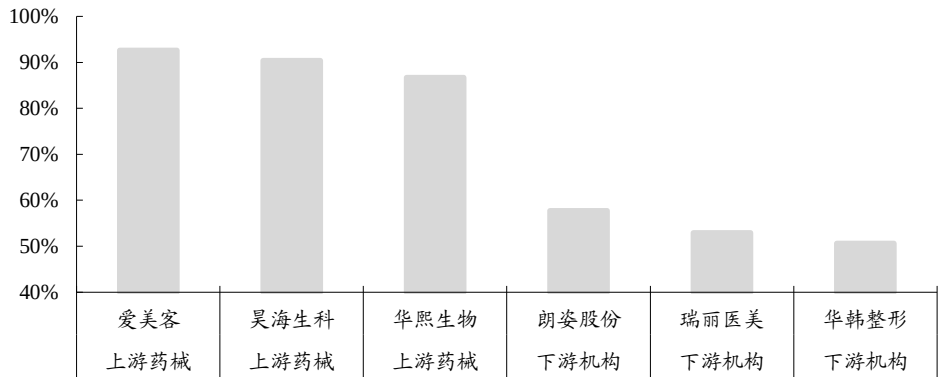
药械审批及临床应用门槛较高，合规供给相对有限。以玻尿酸注射产品为例，单位生产成本约 25–44 元/支，大众型产品厂商售价约 293–353 元/支，终端售价升至 800–1,000 元/支，中高端产品终端售价可达2,680–3,800元/支；同期代表性上游企业毛利率接近90%，明显高于下游医美机构约 50%–60%。下游机构采购议价能力较弱，同时需承担营销获客、医生薪酬及门店运营等成本，高终端售价未完全转化为机构利润。整体看，产品稀缺带来的较高溢价与终端较重的成本结构，共同形成早期产业链利润向上游倾斜的格局。

表3：2019 年前后医美注射产品产业链价格及加价情况

环节	价格	加价关系
主要注射产品单位生产成本	25–44 元/支，平均约 31 元	约为大众型厂商售价的 8%
大众型药械厂商售价	293–353 元/支，平均约 319 元	—
中高端药械厂商售价	700–2547 元/支	—
大众型终端零售价	800–1000 元/支	相对出厂价约 2.8–3.5 倍
中高端终端零售价	2680–3800 元/支	相对出厂价约 3.7–5.2 倍

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2019 年医美产业链上下游代表企业毛利率对比



数据来源：iFind，东吴证券研究所

当前：上游供给扩容、下游竞争分化，产业链价值分配有望向优质终端倾斜。产品端稀缺性下降，机构端扩张放缓，头部机构凭借客群及渠道优势议价能力逐步增强。

1）上游供给持续扩容，产品稀缺性下降。2024 年至 2025 年 7 月，III 类器械注射类/A 型肉毒毒素/III 类器械光电类产品分别获批 43/3/22 款；2025 年 7 月至 2026 年 6 月分别为 46/2/26 款，获批数量维持高位。玻尿酸之外，重组胶原蛋白、PLLA/PDLLA/PCL 等再生材料持续扩容，多材料、多品牌竞争格局逐步形成。产品供给增加带动机构选品空间扩大，上游竞争由牌照稀缺逐步转向产品、品牌及渠道能力竞争。

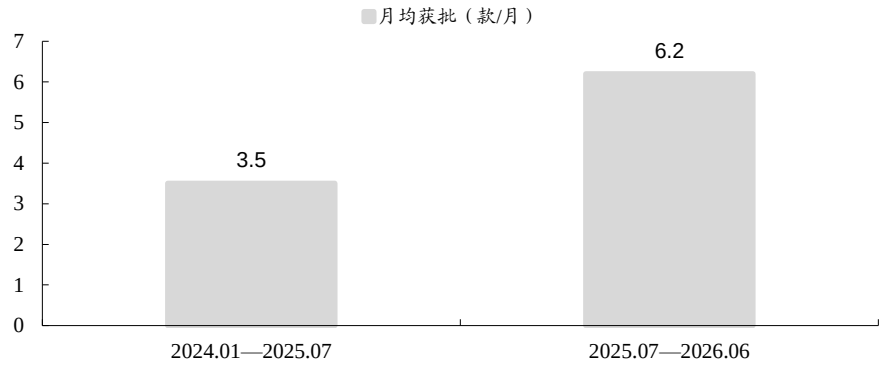
2）机构扩张明显降速，行业进入存量竞争阶段。2025H1 全国医美机构净新增约 500

请务必阅读正文之后的免责声明部分

家，2026H1 降至约 100 家，同比减少约 80%。流量红利减弱叠加获客成本高企、低价竞争及合规要求提升，中小机构经营压力加大；消费者对医生技术、治疗效果及服务质量的要求同步提升，竞争重心由获客逐步转向医疗交付及客户运营。具备品牌、医生及客户资源优势的头部机构有望加速胜出，优质终端渠道价值进一步凸显。

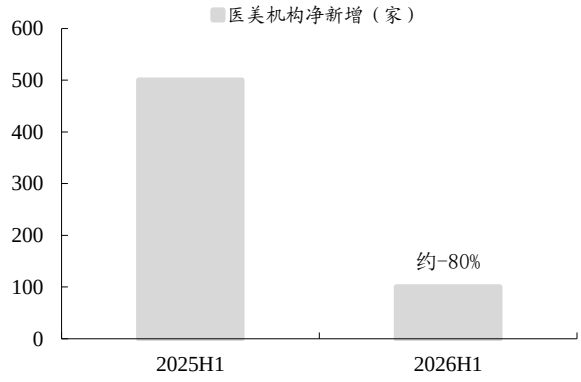
3）下游议价能力增强，头部机构盈利能力改善。2024-2025 年，美丽田园医疗美容服务毛利率由 52.3%提升至 55.9%，产品成本率由 19.7%降至 18.2%；华韩股份毛利率由 41.74%提升至 43.61%，瑞丽医美医疗美容服务毛利率由 23.7%提升至 34.8%。上游产品扩容带来更多采购选择，头部机构凭借规模采购、稳定客群及新品推广能力，对上游议价能力持续增强，产业链利润分配有望边际向优质终端倾斜。

图18：核心医美产品月均获批数量



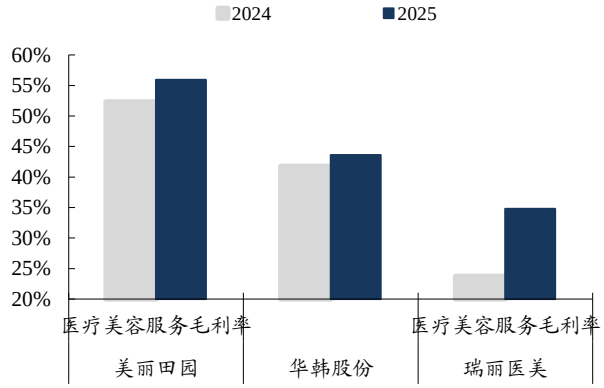
数据来源：德勤，东吴证券研究所

图19：我国医美机构净新增数量及同比变化



数据来源：德勤，东吴证券研究所

图20：代表性医美机构毛利率



数据来源：iFind，东吴证券研究所

2.1.3. 多品牌分层布局，存量机构经营持续改善

并购切入医美，由区域布局逐步走向全国。公司于 2016 年正式切入医疗美容赛道，

此后围绕“外延并购+自主展店”持续扩张，陆续布局米兰柏羽、晶肤、高一生、韩辰、五洲、集美、丽都、雅美等品牌，业务版图由单一区域逐步向全国延伸。 公司一方面通过并购成熟区域品牌快速获取当地客群、医生及运营资源，另一方面依托既有品牌和管理体系持续推进门店复制，逐步形成覆盖高端综合医美及标准化轻医美的多品牌网络。经过多年整合，公司医美业务已由早期外延扩张逐步进入存量机构提效阶段，经营重心由门店数量增长转向单店效率及盈利质量提升。

综合医院+轻医美机构分层布局，覆盖多层次需求。公司已形成以米兰柏羽为核心、晶肤医美为轻医美连锁主力，韩辰、高一生、武汉五洲、湖南雅美等区域品牌协同的多品牌矩阵。米兰柏羽定位高端综合医美，截至 2025 年末拥有 7 家医院，覆盖成都、深圳、西安、北京、郑州、重庆；晶肤医美定位年轻化、标准化轻医美，拥有 31 家医院、门诊部及诊所，形成较强连锁复制能力；其余品牌深耕昆明、武汉、西安、长沙等区域市场，形成差异化补充。截至 2025 年末，公司共有 43 家医疗美容机构，其中综合性医院 13 家、门诊部及诊所 30 家，多层级机构形态有利于兼顾高客单综合治疗与高频轻医美需求。

表4：朗姿股份旗下主要医美品牌情况（截至 2025 年末）

品牌	定位	机构类型	主要区域	机构数量
米兰柏羽	高端综合性医美品牌	医院	成都、深圳、西安、北京、郑州、重庆	7
晶肤医美	年轻化、标准化轻医美连锁	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳、宝鸡	31
韩辰医美	区域综合医美品牌	医院	昆明、武汉	2
高一生	西安老牌综合医美机构	医院	西安	1
武汉五洲	区域整形专科医美品牌	医院	武汉	1
湖南雅美	区域综合医美品牌	医院	长沙	1
合计	—	—	—	**43**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

医美已成长为公司第一大业务，机构网络持续扩大。2021—2025 年，公司医美业务收入由 12.87 亿元增至 30.26 亿元，收入占比由 33.6%提升至 50.4%，已成为公司第一大业务板块及主要增长来源。 同期医美机构数量由 28 家增至 43 家，其中综合性医院由 5 家增至 13 家，机构网络及区域覆盖持续扩张。 伴随自主展店及并购资产陆续并表，公司医美业务已由早期单一区域布局逐步形成多品牌、跨区域的连锁网络，规模优势持续夯实。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

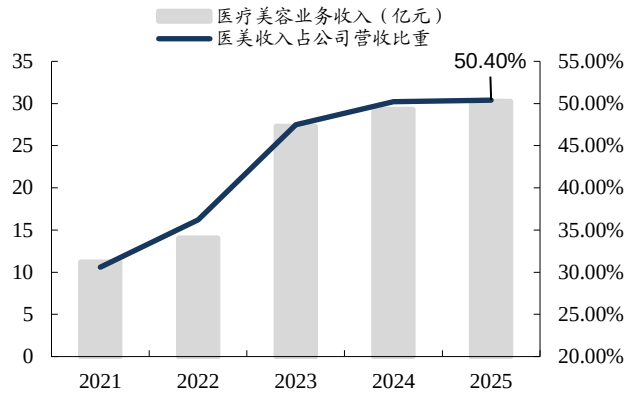
表5：朗姿股份多品牌布局与门店扩展情况

品牌	指标	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	195.6	349.91	304.4	224.02
	总收入（百万元）	271.82	361.03	524.55	702.95	782.4	1399.7	1522	1568.1
晶肤	门店数	7	8	13	22	23	30	30	31
	单店收入（百万元）	13.09	14.7	12.28	11.64	13.45	14.01	15.7	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）	115.8	74.92	64.16	80.42	67.17	151.51	161.75	149.55
	总收入（百万元）	115.8	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	194.7
	总收入（百万元）						218.05	211.46	194.7
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）							110.5	归入米兰
	总收入（百万元）							110.5	归入米兰

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

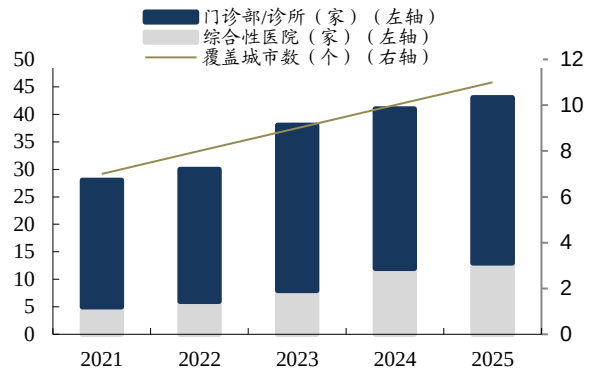
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图21：2021—2025 年朗姿股份医疗美容业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：2021—2025 年朗姿医美机构数量及覆盖城市数

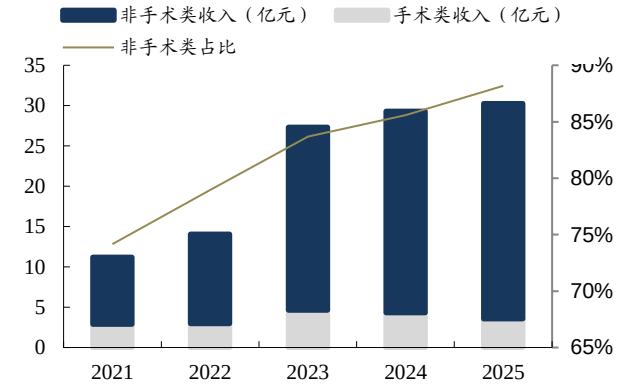


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非手术业务占比持续提升，业务向高频消费迁移。2022—2025 年，公司非手术类医美收入由 11.1 亿元增至 26.7 亿元，占医美收入比重由 78.9%提升至 88.2%，同期手术类收入占比由 21.1%降至 11.8%。2026H1 医美收入同比增长 15.0%，其中非手术业务同比增长 20.1%，占医美收入比重提升至 90.2%；板块毛利率同比提升 5.0pct 至 59.5%。非手术项目以注射、光电等为主，恢复周期较短、持续维护需求较强，有助于提升消费频次和客户复购；随着非手术占比提升，公司医美业务的收入稳定性及客户生命周期价值亦有望进一步增强。

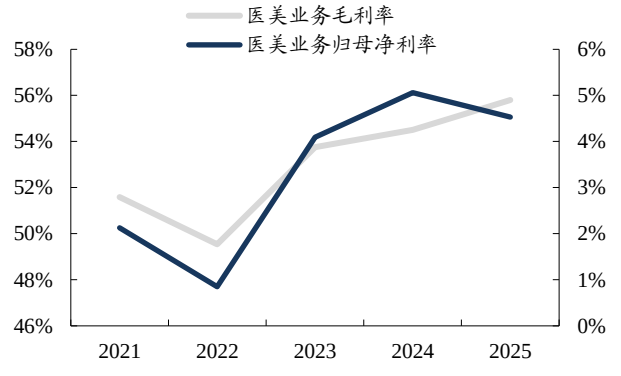
成熟机构贡献稳定利润，新并购机构仍有爬坡空间。2022—2025 年，公司医美业务毛利率由 49.9%提升至 55.8%，归母净利率由 0.9%修复至 4.5%，整体盈利能力明显改善。成熟机构依托品牌、医生及客户沉淀形成较稳定盈利，而新并购及新开机构仍需经历整合和客户培育阶段；随着收入爬坡及集团采购、运营体系导入，其利润率仍具进一步提升空间。

图23：2021—2025 年朗姿医美手术/非手术业务收入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：2021—2025 年朗姿股份医美业务毛利率及归母净利率



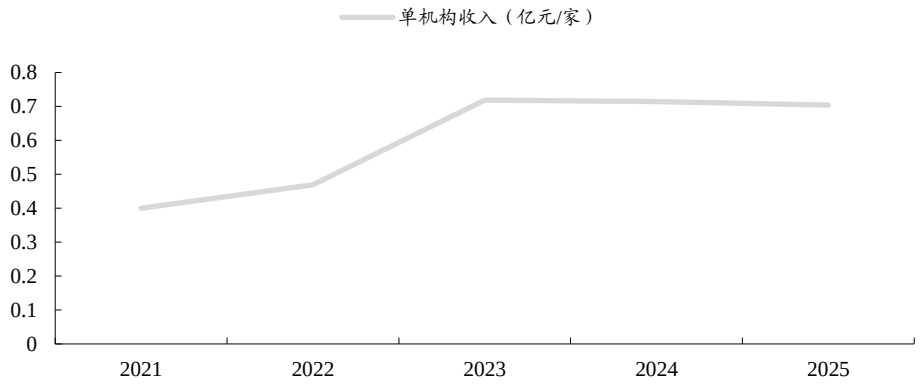
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.1.4. 内生提效+外延并购，体外资产提供持续储备

成熟机构提效+轻医美加密，存量网络持续贡献增长。随着早期布局机构逐步进入成熟期，公司医美增长动力由单纯门店扩张向存量机构提效延伸。成熟综合医院依托品牌影响力、医生资源及客户积累，通过提升复购率和优化项目结构持续释放单店产出；晶肤等轻医美机构则凭借门店面积较小、项目标准化程度较高的模式推进区域加密。2021—2025 年，公司医美机构数量由 28 家增至 43 家，同期单机构收入由约 0.46 亿元提升至 0.70 亿元，显示门店扩张之外，存量机构经营效率亦在同步改善。后续成熟机构稳健增长叠加轻医美网络持续加密，有望共同支撑医美业务内生增长。

图25：2021—2025 年朗姿医美单机构收入



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收购区域优质机构，加快全国化布局。公司持续通过外延并购完善医美区域版图，由早期成都、西安等核心区域逐步向昆明、武汉、郑州、北京、长沙及重庆等重点城市延伸。2022 年以来，公司先后收购昆明韩辰、武汉五洲及武汉韩辰、郑州集美、北京丽都及湖南雅美、重庆米兰等区域成熟机构，对应交易对价约 1.58/3.24/1.55/5.82/0.92 亿元。相较自主新建，收购成熟机构能够直接获取当地品牌、医生及客户资源，缩短新市场培育周期；并表后叠加集团采购、品牌及运营体系赋能，有望进一步提升资产经营效率，支撑公司全国化布局持续推进。2023 年公司亦明确将“产业基金筛选孵化、成熟后由上市公司收购”作为重要扩张模式。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：朗姿股份主要医美并购事件

并表时间	主要标的	城市	收购股权	交易对价（亿元）	估值/业绩承诺
2016 年	四川米兰、深圳米兰、四川晶肤等 6 家机构	成都、深圳、西安、重庆、长沙	63.49%/70%等	3.27	约 20x PE；2016-18 年设置业绩承诺
2018 年	高一生	西安	100%	2.67	约 15x PE；2017-19 年设置业绩承诺
2019 年	西安美立方	西安	60%	0.63	100%股权估值约 1.05 亿元
2022Q4	昆明韩辰	昆明	75%	1.58	100%股权评估值 2.11 亿元，约 11x PE
2023Q3	武汉五洲、武汉韩辰	武汉	90%/70%	3.24	100%股权评估值分别 2.81/1.01 亿元
2024Q1	郑州集美	郑州	100%	1.55	约 15x PE
2024Q3	北京丽都、湖南雅美	北京、长沙等	100%/70%	5.82	—
2025Q3	重庆米兰	重庆	67.50%	0.92	100%股权评估值 1.37 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

体外孵化降低培育风险，构建持续资产储备。公司通过产业基金前置布局优质医美资产，在体外完成项目筛选、经营培育与模式验证，待资产成熟后由上市公司择机收购，形成“基金投资—体外孵化—成熟注入”的滚动扩张机制。截至 2025 年末，公司存续医美产业基金 4 支，基金总规模 20.04 亿元，公司认缴 10.00 亿元、实缴 4.37 亿元，另有 3 支基金已完成清算。历史上，昆明韩辰、武汉五洲及武汉韩辰、郑州集美、北京丽都、湖南雅美、重庆米兰等均由基金端培育后陆续注入上市公司，模式已得到多轮验证，有助于降低新区域拓展初期培育压力，并持续储备可整合资产。

表7：朗姿股份医美产业基金情况（截至 2025 年末）

基金	成立时间	基金规模（亿元）	朗姿认缴（亿元）	朗姿认缴比例	朗姿实缴（亿元）
博辰五号	2020.09	4.01	2	49.88%	0.2
博辰九号	2021.07	5.01	2.5	49.90%	0.85
博辰十号	2021.1	6.01	3	49.92%	2.8
博恒一号	2022.01	5.01	2.5	49.90%	0.53
合计	—	20.04	10	—	4.37

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

优质项目储备支撑后续外延增长。公司产业基金已形成稳定的医美资产储备，注入主要考量规范性与成长性。2025 年重庆时光完成收购后，截至年末仍有南京韩辰、郑州韩辰华领、杭州米兰柏羽、南京华美 4 家综合医美机构，以及株洲雅美晶肤、衡阳雅美晶肤 2 家轻医美机构处于体外。历史上，公司已陆续完成昆明韩辰、武汉五洲及武汉韩辰、郑州集美、北京丽都、湖南雅美、重庆米兰等资产注入，“体外培育—成熟注入”路径持续验证。现有项目成熟度仍有差异，如南京华美 2025H1 收入 0.66 亿元、净亏损 510 万元，仍处培育期。体外资产池既提供后续并购增量，也有助于公司择机注入、降低早期资产对上市公司利润的扰动。

表8：朗姿股份当前主要体外医美资产情况（截至 2025 年末）

机构名称	品牌	城市	所属基金	基金持股比例	最新披露收入（万元）	最新披露净利润（万元）	净利率	经营状态
南京韩辰美容医院	韩辰	南京	博辰五号	65.00%	—	—	—	综合医院，体外培育中
郑州韩辰华领医疗美容医院	韩辰华领	郑州	博辰九号	73.30%	—	—	—	综合医院，体外培育中
株洲雅美晶肤医疗美容	雅美晶肤	株洲	博辰九号	56.70%	—	—	—	轻医美机构，体外培育中
衡阳雅美晶肤医疗美容	雅美晶肤	衡阳	博辰九号	63.00%	—	—	—	轻医美机构，体外培育中
杭州米兰柏羽医疗美容医院	米兰柏羽	杭州	博辰十号	100.00%	—	—	—	综合医院，体外培育中
南京华美美容医院	华美/米兰柏羽	南京	博辰十号	100.00%	6,596	-510	-7.70%	仍处培育阶段

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 女装：高端女装基本盘稳健，线上化推动盈利能力改善

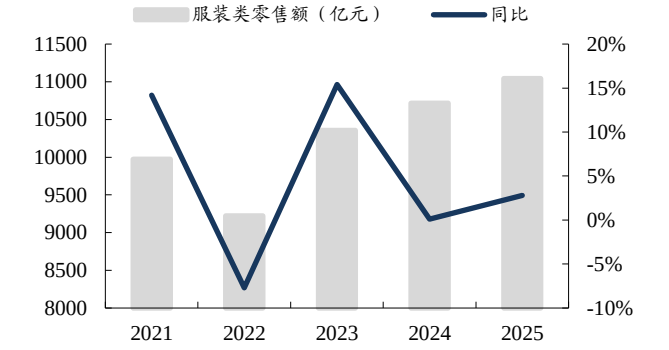
2.2.1. 中高端女装进入存量竞争，全渠道运营重要性提升

服装消费增速趋缓，行业逐步进入存量竞争阶段。2021—2025 年，我国限额以上单位服装类商品零售额由 9,975 亿元增至 11,045 亿元。疫情后服装消费阶段性修复，2023 年同比增长 15.4%；随着低基数效应消退，2024、2025 年同比增速分别回落至 0.1%、2.8%，行业增长中枢明显下移。在终端需求由恢复性增长转向平稳增长的背景下，服装

行业品牌力、产品力及终端运营效率的重要性进一步提升。

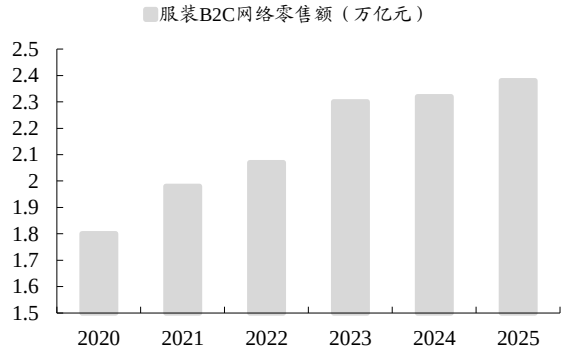
线上渠道由流量红利转向效率竞争，全渠道运营能力重要性提升。2020—2025 年，我国服装 B2C 网络零售额由 1.80 万亿元增至 2.38 万亿元，线上消费规模持续扩张，但增速同步放缓，2024—2025 年已降至低个位数。线上渠道由快速渗透阶段逐步进入成熟运营阶段，品牌竞争重点亦由渠道覆盖转向精细化运营。对于中高端女装品牌而言，线下门店仍承担品牌展示、体验及会员沉淀等核心功能，电商、直播及私域则进一步拓展消费者触达半径，线上线下在获客、会员运营、库存及商品管理等环节的协同效率，有望成为存量竞争阶段的重要竞争要素。

图26：2021—2025 年我国限额以上单位服装类商品零售额



数据来源：国家统计局，中国服装协会，中国纺织工业联合会，东吴证券研究所

图27：2020—2025 年我国服装 B2C 网络零售额及增速



数据来源：中国纺联信息化部、中国纺联流通分会，东吴证券研究所

2.2.2. 多品牌基本盘稳健，线上占比提升释放利润弹性

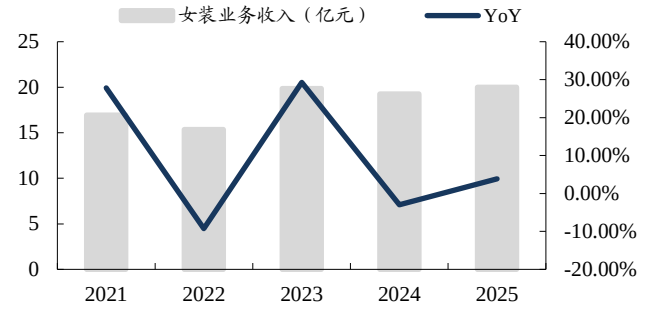
品牌矩阵成熟，女装业务基本盘保持稳健。公司围绕中高端女性消费群体形成朗姿、悦朗姿、莱茵、莱茵福莱尔、子芭米、莫佐等多品牌矩阵，各品牌在目标年龄、设计风格、价格带及消费场景上形成差异化定位，提升对不同细分客群的覆盖能力。2021—2025 年公司女装业务收入由 16.92 亿元增至 19.99 亿元，其中 2023 年同比增长 29.3%至 19.84 亿元，2024/2025 年分别实现收入 19.25/19.99 亿元，同比-3.0%/+3.8%。在服装消费增速趋缓背景下，公司女装收入规模整体保持稳定，多品牌矩阵对业务基本盘形成支撑。

线上收入占比持续提升，渠道结构逐步向全渠道转变。公司持续推进女装业务线上渠道建设，2021—2025 年线上收入由 3.34 亿元增长至 9.71 亿元，线上收入占比由 19.8%提升至 48.6%，2025 年线上收入规模已接近线下渠道。2026H1 女装收入同增 13.4%，其中线上收入高增、同增 36.2%，线上收入占比提升至 55.6%，板块毛利率保持在 65.4%的较高水平。伴随线上渠道快速增长，公司渠道结构由线下直营主导逐步向线上线下协同转变，线上渠道对女装业务收入贡献持续提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

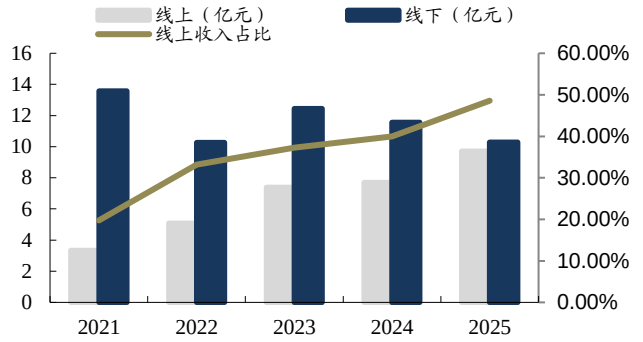
渠道结构优化，全渠道运营效率持续提升。线下门店继续承担品牌展示、消费体验及会员沉淀等功能，线上渠道则进一步拓展消费触达及销售场景。随着线上渠道占比提升及线上线下协同持续深化，公司在会员运营、商品管理、营销触达及库存周转等环节的协同效率有望进一步改善，在女装收入保持相对稳定的基础上，推动业务经营质量持续优化。

图28：2021—2025 年朗姿股份女装业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：2021—2025 年朗姿股份女装线上/线下收入及线上收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议：医美盈利改善驱动增长，多业务价值有望重估

3.1. 盈利预测：医美提效增质，女装盈利改善提供稳定支撑

2026Q1-Q3 公司实现营业收入 47.09 亿元，同比+8.8%，医美业务收入 24.30 亿元，占总营收比重升至 51.6%，收入结构进一步向医美倾斜。

医美业务方面，存量机构非手术放量、新增机构逐步释放，共同带动收入增长提速。2026H1 医美收入同比+15.0%，其中非手术业务同比+20.1%，手术业务降幅有所收敛；考虑到内生米兰柏羽持续增长、晶肤医美社区化布局持续推进以及非手术项目对客流和客单价的持续拉动，我们预计 2026 年全年收入同比+7.5%，2027-2028 年+13.8%/+12.1%。非手术占比提升叠加机构运营效率改善，预计医美毛利率 2026-2028 年分别为 59.9%/63.3%/64.7%。

女装业务方面，线上渠道延续高增长，线下降幅收窄，渠道结构持续优化。2026H1 线上收入同比+36.2%，占女装收入比重升至 55.6%。线上占比提升带动渠道结构优化，预计女装毛利率稳定在 65.4%-65.5%，2026-2028 年收入同比+7.2%/+11.9%/+10.3%。

婴童业务方面，公司持续调整货品结构、优化低效店铺，经营保持稳健。预计 2026-

2028 年收入同比+2.0%/+2.3%/+3.5%，毛利率维持在 63.4%-63.5%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 63.81 亿元/71.07 亿元/78.36 亿元，同比+6.3%/+11.4%/+10.3%，综合毛利率 62.2%/64.0%/64.8%。

表9：公司收入预测的主要假设(百万元, 2023-2028E)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
医疗美容						
收入	2,690	2,930	3,026	3,253	3,702	4,150
yoy	61.6%	8.9%	3.3%	7.5%	13.8%	12.1%
毛利率(%)	53.8%	54.5%	55.8%	59.9%	63.3%	64.7%
时尚女装						
收入	1,984	1,925	1,999	2,143	2,398	2,645
yoy	29.3%	-3.0%	3.8%	7.2%	11.9%	10.3%
毛利率(%)	60.2%	63.5%	64.6%	65.4%	65.5%	65.5%
绿色婴童						
收入	975	921	936	955	977	1,011
yoy	11.1%	-5.5%	1.5%	2.0%	2.3%	3.5%
毛利率(%)	60.7%	61.8%	61.8%	63.4%	63.5%	63.5%
其他						
收入	55	60	42	31	31	31
yoy	-6.7%	9.1%	-30.0%	-27.0%	0.0%	0.0%
毛利率(%)	64.3%	71.8%	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%
合计						
营业收入	5,704	5,836	6,003	6,381	7,107	7,836
yoy	37.9%	2.3%	2.9%	6.3%	11.4%	10.3%
毛利率(%)	57.3%	58.8%	59.6%	62.2%	64.0%	64.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 投资建议：医美价值重构打开盈利弹性，可比公司估值支撑合理价值

医美终端价值凸显，内生提效与外延扩张驱动成长。公司作为国内规模领先的医美终端连锁企业，有望受益于上游产品供给扩容及下游机构经营分化带来的产业链价值重构，采购议价能力及终端渠道价值逐步提升。公司依托多品牌医美机构矩阵，通过存量机构提效、晶肤改革，叠加产业基金提供的体外资产储备，医美业务盈利能力及成长空间有望进一步释放；女装业务线上渠道占比持续提升，渠道结构持续优化。

预计公司 2026－2028 年营业收入分别为 63.8/71.1/78.4 亿元，同比分别+6.3%/+11.4%/+10.3%；归母净利润分别为 3.2/4.6/5.8 亿元，同比分别-67.5%/+42.7%/+24.5%。估值方面，考虑公司兼具医美终端连锁与中高端女装业务属性，选取爱尔眼科作为连锁医疗服务可比公司，选取爱美客作为医美产业链可比公司，选取地素时尚作为中高端女装业务可比公司，三家公司 2026—2028 年一致预期 PE 均值分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

为 24/20/18 倍。对应 2026 年 11 月 13 日收盘价 16.6 元，公司 2026—2028 年预测 PE 分别为 23/16/13 倍。考虑公司医美终端规模优势突出，存量机构盈利修复与外延扩张有望持续驱动业绩增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：朗姿股份可比公司

股票代码	股票名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				P/E			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002612.SZ	朗姿股份	73	10.0	3.2	4.6	5.7	7	23	16	13
可比公司平均估值							**24**	**24**	**20**	**18**
603587.SH	地素时尚	71	2.6	3.1	3.6	4.0	27	23	19	18
300015.SZ	爱尔眼科	820	32.4	29.4	40.0	45.1	25	28	21	18
300896.SZ	爱美客	259	12.9	11.6	13.0	14.5	20	22	20	18

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：股价采用 2026 年 11 月 13 日收盘价，盈利预测采用截至 2026 年 11 月 13 日的 Wind 一致预期数据

4. 风险提示

医美行业竞争加剧风险。行业新增供给持续扩容，价格竞争可能加剧，或影响医美机构客单价及盈利能力。

外延扩张不及预期风险。新机构培育、并购标的整合及体外资产注入进度可能不及预期，或影响医美业务规模扩张及利润释放。

女装线上退货率提升风险。女装线上渠道占比持续提升，若线上退货率上升，可能拉低收入转化效率，增加物流及库存成本，影响女装业务收入及盈利表现。

医美行业监管政策变化风险。医疗美容行业监管趋严可能增加机构合规及运营成本，对业务扩张和经营利润形成一定压力。

税率上升风险。公司高新技术企业资格被取消，相关主体所得税税率将由 15%恢复至 25%，公司整体税负或将上升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

朗姿股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,789**	**3,131**	**3,778**	**4,605**
货币资金及交易性金融资产	1,187	1,658	2,053	2,742
经营性应收款项	220	179	329	362
存货	1,242	1,201	1,275	1,375
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	141	93	121	125
非流动资产	**5,786**	**5,961**	**6,021**	**6,077**
长期股权投资	771	771	771	771
固定资产及使用权资产	1,395	1,490	1,541	1,589
在建工程	5	5	5	5
无形资产	403	412	420	428
商誉	1,919	1,919	1,919	1,919
长期待摊费用	327	421	421	421
其他非流动资产	967	945	945	945
资产总计	**8,575**	**9,092**	**9,799**	**10,681**
流动负债	**3,273**	**3,608**	**3,765**	**3,964**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,402	1,595	1,595	1,595
经营性应付款项	253	289	307	331
合同负债	1,055	1,080	1,203	1,326
其他流动负债	563	644	661	712
非流动负债	**1,266**	**1,206**	**1,206**	**1,206**
长期借款	276	276	276	276
应付债券	143	81	81	81
租赁负债	736	736	736	736
其他非流动负债	111	113	113	113
负债合计	**4,539**	**4,814**	**4,971**	**5,170**
归属母公司股东权益	3,401	3,584	4,048	4,624
少数股东权益	634	694	780	887
所有者权益合计	**4,035**	**4,279**	**4,828**	**5,512**
负债和股东权益	**8,575**	**9,092**	**9,799**	**10,681**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**6,003**	**6,381**	**7,107**	**7,836**
营业成本(含金融类)	2,422	2,411	2,558	2,758
税金及附加	29	34	37	41
销售费用	2,437	2,771	3,075	3,367
管理费用	503	598	614	677
研发费用	103	119	132	146
财务费用	84	77	77	77
加:其他收益	7	22	25	28
投资净收益	915	68	21	23
公允价值变动	(31)	0	0	0
减值损失	(21)	0	0	0
资产处置收益	(2)	2	0	0
营业利润	**1,293**	**465**	**660**	**820**
营业外净收支	(15)	(9)	(10)	(11)
利润总额	**1,278**	**456**	**650**	**809**
减:所得税	231	71	101	125
净利润	**1,047**	**385**	**549**	**684**
减:少数股东损益	48	60	86	107
归属母公司净利润	**999**	**325**	**463**	**576**
每股收益-最新股本摊薄(元)	2.26	0.73	1.05	1.30
EBIT	495	532	727	886
EBITDA	830	781	1,019	1,182
毛利率(%)	59.65	62.22	64.01	64.80
归母净利率(%)	16.65	5.09	6.52	7.36
收入增长率(%)	2.85	6.31	11.38	10.26
归母净利润增长率(%)	283.41	(67.52)	42.71	24.46

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	445	925	820	1,112
投资活动现金流	442	(419)	(342)	(340)
筹资活动现金流	(578)	(95)	(83)	(83)
现金净增加额	305	411	395	689
折旧和摊销	334	249	292	296
资本开支	(105)	(359)	(362)	(363)
营运资本变动	(231)	271	(94)	61

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	7.69	8.10	9.15	10.45
最新发行在外股份（百万股）	442	442	442	442
ROIC(%)	6.46	6.63	8.48	9.52
ROE-摊薄(%)	29.38	9.05	11.44	12.47
资产负债率(%)	52.94	52.94	50.73	48.40
P/E（现价&最新股本摊薄）	7.35	22.63	15.86	12.74
P/B（现价）	2.16	2.05	1.81	1.59

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn