

比音勒芬(002832)

报告日期: 2026年04月28日

## 分红超预期, 26Q1 亮丽开局, 高管增持进行中

### ——比音勒芬点评报告

#### 投资要点

##### □ 公司发布 25 年报和 26 年一季报, 25 蓄力投入, 分红超预期, 26 亮丽开局

25 年实现收入 43.1 亿元, 同比+7.7%, 归母净利润 5.5 亿元, 同比-29.5%; 26Q1 实现收入 15.2 亿元, 同比+18.4%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比+16.5%。25 年收入韧性成长体现运动时尚龙头韧性, 主要来自线上和加盟渠道增长较快, 利润下滑主要来自渠道逆势拓展和 KC 品牌投入, 公司积极布局新品牌发展为未来持续发展注入动力, 26Q1 受益公司在产品端和渠道端积极变化, 收入和利润增速均领跑行业, 实现靓丽增长。25 年分红额 4.1 亿元, 分红率达 75%, 远高于 24 年分红率 37%, 对应 25 年股息率 4%。

##### □ 电商高质量快速增长, 直营积极拓展门店

分渠道来看, 25 年直营收入同比+6.9%至 27.4 亿元, 毛利率同比-2.4pct 至 78.7%, 全年门店净开 117 家至 761 家, 逆势门店拓展彰显长期发展信心。

25 年加盟收入同比-4.4%至 10.9 亿元, 其中 25H1、25H2 分别同比-10.3%、+0.5%至 4.6、6.3 亿元, 25H2 加盟收入增速转正, 彰显加盟商渠道库存健康、恢复拿货信心, 毛利率同比-3.1pct 至 66.5%, 全年门店净关 11 家至 639 家。

25 年线上收入同比+71.5%至 4.5 亿元, 其中 25H1、25H2 分别同比+71.9%、+71.1%至 2.1、2.4 亿元, 毛利率同比+1.9%至 76.6%, 电商收入快速增长的同时毛利率提升, 实现高质量增长。

##### □ 25 年积极投放蓄力成长, 26Q1 初现成效业绩靓丽增长

25 年毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-1.9pp、+6.5pp、-0.7pp、-0.04pp、+0.4pp 至 75.1%、46.8%、8.5%、3.2%、0.1%, 预计毛利率有所下滑主要系公司主动拓宽价格带吸引年轻消费者, 销售费用率提升较大主要系新品牌 KC 投放和比音勒芬品牌年轻化品宣投入有关, 以及公司逆势门店拓展, 在零售环境好转时催化业绩弹性, 费用投放增加致使 25 年净利率同比-6.7pct 至 12.8%。

25 年末存货同比+21.2%至 11.5 亿元, 库存周转天数同比+28 天至 352 天, 受零售环境疲软和暖冬影响库存周转有所减慢, 同时受净利润下滑致使 25 年经营性现金流量净额同比-7.9%至 6.9 亿元。

26Q1 毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.2pp、+0.5pp、-0.9pp、+0.05pp、-0.2pp 至 75.3%、35.4%、5.4%、3.1%、0.1%, 26Q1 净利率同比-0.4pct 至 25.4%, 受益于公司在产品、营销和渠道上积极投放, 收入靓丽增长释放正向经营杠杆, 投放仍然积极, 利润率平稳。

##### □ 创始人家族及董事积极增持, 彰显对公司发展信心

2 月 28 日公告公司总经理谢邕先生计划 6 个月内增持 1-2 亿元公司股份, 目前已累计增持 658 万股, 金额超 1.1 亿, 增持均价 16.71 元/股; 3 月 25 日公告公司首席战略官申金冬先生计划 6 个月内集中竞价方式增持 0.5-1 亿元股票, 目前已增持 106 万股, 金额 1829 万, 增持均价 17.22 元/股。前后两任总经理积极增持, 凸显对公司发展强烈信心。

##### □ 盈利预测及估值

比音主品牌稳健成长, 有望受益高端消费向好, 第二主线肯迪文品牌迎来百年庆典, 期待进一步知名度提升同时渠道拓展、收入逐步放量, 威尼斯、1881、SNOWPEAK、OOFOS 锚定高端消费人群生活各细分场景展开触角探索潜在机会, 我们预计 26-28 年公司实现收入 49.7、55.7、61.3 亿元, 分别同比+15.2%、12.2%、10.0%, 归母净利润 6.9、7.9、9.1 亿元, 分别同比+25.3%、+14.9%、+14.4%, 对应 PE 15、13、11X, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 门店拓展不及预期; 消费者偏好变化

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 周敏

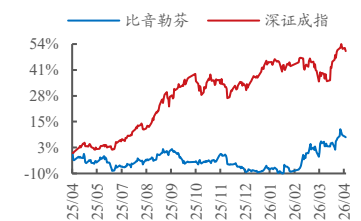
执业证书号: S1230525080004

zhoumin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥17.88
总市值(百万元)	10,204.24
总股本(百万股)	570.71

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《董事长家族增持, 龙头再起舞》 2026.03.01
- 《收入增长显韧性, 积极投放蓄力成长》 2025.10.31
- 《电商高毛利同时高增长, Q2 收入增速超预期》 2025.08.27

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,314	4,968	5,573	6,132
(+/-) (%)	7.73%	15.15%	12.18%	10.04%
归母净利润	551	690	793	907
(+/-) (%)	-29.46%	25.28%	14.91%	14.43%
每股收益(元)	0.96	1.20	1.38	1.58
P/E	18.53	14.79	12.87	11.25

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,261</b>	<b>4,383</b>	<b>4,461</b>	<b>4,598</b>
现金	1,379	1,473	1,447	1,312
交易性金融资产	503	503	503	503
应收账款	370	412	445	506
其它应收款	131	133	151	169
预付账款	62	36	69	46
存货	1,152	1,130	1,150	1,352
其他	664	697	697	711
<b>非流动资产</b>	<b>3,372</b>	<b>2,826</b>	<b>2,883</b>	<b>2,945</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	682	786	793	796
无形资产	1,005	1,051	1,121	1,198
在建工程	471	424	382	343
其他	1,213	566	588	607
<b>资产总计</b>	<b>7,632</b>	<b>7,210</b>	<b>7,344</b>	<b>7,542</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,744</b>	<b>1,464</b>	<b>1,524</b>	<b>1,641</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	303	342	390	424
预收账款	149	193	178	231
其他	1,292	928	956	986
<b>非流动负债</b>	<b>512</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	512	300	300	300
<b>负债合计</b>	<b>2,256</b>	<b>1,764</b>	<b>1,824</b>	<b>1,941</b>
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	5,375	5,445	5,519	5,601
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,632</b>	<b>7,210</b>	<b>7,344</b>	<b>7,542</b>

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>82</b>	<b>1007</b>	<b>1032</b>	<b>1047</b>
净利润	551	690	793	907
折旧摊销	106	150	153	159
财务费用	4	2	3	7
投资损失	(14)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(699)	48	(43)	(155)
其它	135	122	131	133
<b>投资活动现金流</b>	<b>324</b>	<b>(339)</b>	<b>(337)</b>	<b>(350)</b>
资本支出	122	208	117	119
长期投资	4	5	6	6
其他	(446)	130	220	231
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(574)</b>	<b>(575)</b>	<b>(721)</b>	<b>(832)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(574)	(575)	(721)	(832)
<b>现金净增加额</b>	<b>(167)</b>	<b>93</b>	<b>(26)</b>	<b>(135)</b>

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>4,314</b>	<b>4,968</b>	<b>5,573</b>	<b>6,132</b>
营业成本	1,075	1,221	1,368	1,501
营业税金及附加	43	49	55	61
营业费用	2,019	2,393	2,668	2,922
管理费用	368	452	502	533
研发费用	127	159	178	196
财务费用	4	2	3	7
资产减值损失	80	79	81	94
公允价值变动损益	8	8	8	8
投资净收益	14	5	5	5
其他经营收益	39	30	30	30
<b>营业利润</b>	<b>654</b>	<b>817</b>	<b>938</b>	<b>1,073</b>
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>利润总额</b>	<b>648</b>	<b>812</b>	<b>933</b>	<b>1,067</b>
所得税	98	122	140	160
<b>净利润</b>	<b>551</b>	<b>690</b>	<b>793</b>	<b>907</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>551</b>	<b>690</b>	<b>793</b>	<b>907</b>
EBITDA	881	974	1,110	1,254
EPS (最新摊薄)	0.96	1.20	1.38	1.58

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.73%	15.15%	12.18%	10.04%
营业利润	-30.65%	24.97%	14.81%	14.35%
归属母公司净利润	-29.46%	25.28%	14.91%	14.43%
<b>获利能力</b>				
毛利率	75.09%	75.41%	75.45%	75.53%
净利率	12.77%	13.89%	14.23%	14.79%
ROE	10.53%	12.75%	14.46%	16.31%
ROIC	13.46%	14.06%	15.94%	17.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.56%	24.46%	24.83%	25.73%
净负债比率	41.97%	32.38%	33.04%	34.64%
流动比率	2.44	2.99	2.93	2.80
速动比率	1.75	2.20	2.13	1.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.67	0.77	0.82
应收账款周转率	11.78	12.70	13.00	12.90
应付账款周转率	3.08	3.20	3.20	3.20
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.96	1.20	1.38	1.58
每股经营现金	0.14	1.75	1.79	1.82
每股净资产	9.37	9.47	9.59	9.73
<b>估值比率</b>				
P/E	18.53	14.79	12.87	11.25
P/B	1.90	1.87	1.85	1.82
EV/EBITDA	6.75	5.98	5.18	4.47

资料来源：浙商证券研究所

### 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>