



# 比音勒芬 (002832.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 26Q1 业绩超预期，趋势性拐点显现

### 业绩简评

2026年4月29日公司披露2025年年报和2026年一季度，公司2025年实现营收43.14亿元（同比+7.73%），归母净利润5.51亿元（同比-29.46%）。公司25年Q1-3收入增速为6.7%，Q4提速至10.77%，26Q1持续向上改善收入同比+18.36%、归母净利润同比+16.54%，超出市场预期。

### 经营分析

**线上渠道高速增长，成为核心驱动引擎。**2025年公司线上销售收入达4.51亿元，同比大幅增长71.49%，营收占比从6.57%提升至10.47%。公司积极布局天猫、京东、抖音、小红书等多个线上平台，通过直播带货、社群营销等方式有效触达目标客群。同时线上盈利能力优异，毛利率稳中有升，线上渠道毛利率为76.55%，同比提升1.92pct，溢价能力推动线上渠道稳定盈利。后续公司将持续加码电商赛道建设，线上增长潜力有望持续释放。

**线下直营稳健扩张，新品牌门店加速布局。**报告期内，公司线下渠道净增106家门店至1400家，其中直营渠道收入27.45亿元，同比增长6.89%，表现稳健；加盟渠道收入10.89亿元，同比下降4.44%，或受渠道调整影响。新品牌加速落地，多品牌矩阵初步成型。公司旗下KENT&CURWEN、CERRUTI 1881等新收购品牌加速开店，已入驻北京国贸、深圳万象天地、南京德基等高端购物中心，近20家门店网络初步成型。

**新品牌及渠道投入加大，短期利润阶段性承压。**为推广新品牌及拓展线上线下渠道，公司销售费用同比增长25.20%至20.19亿元。其中，广告与宣传费同比增长55%，电商服务费同比增长107%，装修装饰费同比增长36%，前置性的高投入导致公司整体归母净利润出现下滑。截至报告期末，公司存货账面价值达11.52亿元，**鞣**初增长21.2%，存货周转天数为352天，存货增加与新品牌备货及渠道扩张有关。随着公司26全年继续优化品类结构，门店继续良性增长，同时费用投放精准性提升、新品牌规模效应开始显现，收入和利润增速均有望继续改善。

### 盈利预测、估值与评级

公司主品牌比音勒芬地位稳固，新收购的KENT&CURWEN、CERRUTI 1881等品牌处于投入期，线上渠道进入快速发展阶段。预计26-28年公司归母净利润分别为6.75/7.90/8.83亿元，同比+22.63%/+17.03%/+11.77%，对应PE为15/13/12倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧风险；新品推广不及预期风险；存货积压风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

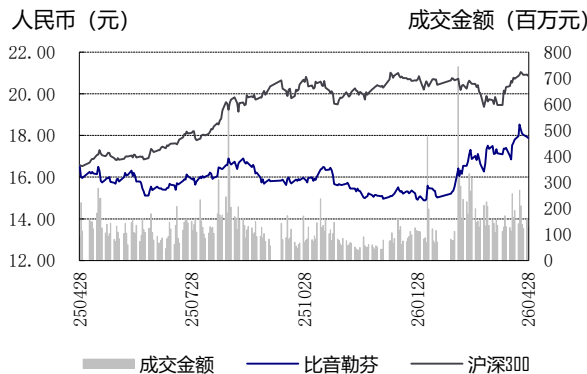
分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.88元

### 相关报告：

1. 《比音勒芬公司点评：品牌势能持续，24年加大投放短期拖累业绩》，2025.4.29



### 基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	5,147	5,901	6,557
营业收入增长率	13.24%	7.73%	19.31%	14.65%	11.12%
归母净利润(百万元)	781	551	675	790	883
归母净利润增长率	-14.28%	-29.46%	22.63%	17.03%	11.77%
摊薄每股收益(元)	1.368	0.965	1.183	1.385	1.548
每股经营性现金流净额	1.31	1.21	2.36	1.59	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.37%	10.25%	11.68%	12.64%	13.02%
P/E	15.65	15.50	15.11	12.91	11.55
P/B	2.41	1.59	1.77	1.63	1.50

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,536	4,004	4,314	5,147	5,901	6,557
增长率		13.2%	7.7%	19.3%	14.6%	11.1%
主营业务成本	-756	-921	-1,075	-1,263	-1,443	-1,599
%销售收入	21.4%	23.0%	24.9%	24.5%	24.4%	24.4%
毛利	2,780	3,084	3,239	3,884	4,458	4,958
%销售收入	78.6%	77.0%	75.1%	75.5%	75.6%	75.6%
营业税金及附加	-33	-36	-43	-51	-58	-65
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,312	-1,613	-2,019	-2,419	-2,762	-3,069
%销售收入	37.1%	40.3%	46.8%	47.0%	46.8%	46.8%
管理费用	-277	-371	-368	-463	-531	-590
%销售收入	7.8%	9.3%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%
研发费用	-124	-126	-138	-165	-189	-210
%销售收入	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	1,034	938	671	786	918	1,024
%销售收入	29.2%	23.4%	15.6%	15.3%	15.6%	15.6%
财务费用	28	13	-4	4	6	10
%销售收入	-0.8%	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-69	-57	-82	0	0	0
公允价值变动收益	2	5	8	0	0	0
投资收益	20	7	14	5	5	5
%税前利润	1.9%	0.7%	2.1%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	1,063	943	654	795	930	1,039
营业利润率	30.0%	23.5%	15.2%	15.4%	15.8%	15.8%
营业外收支	-4	4	-5	0	0	0
税前利润	1,059	947	648	795	930	1,039
利润率	29.9%	23.6%	15.0%	15.4%	15.8%	15.8%
所得税	-148	-166	-98	-119	-139	-156
所得税率	14.0%	17.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	911	781	551	675	790	883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	911	781	551	675	790	883
净利率	25.8%	19.5%	12.8%	13.1%	13.4%	13.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	911	781	551	675	790	883
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	451	501	552	198	214	230
非经营收益	-21	-49	2	142	21	21
营运资金变动	-45	-482	-414	332	-119	-92
经营活动现金净流	1,296	750	691	1,347	906	1,043
资本开支	-784	-557	-612	-516	-490	-490
投资	2	0	0	-90	20	10
其他	-342	110	213	5	5	5
投资活动现金净流	-1,124	-447	-399	-601	-465	-475
股权募资	1	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	36	249	101
其他	-256	-713	-376	-294	-342	-380
筹资活动现金净流	-255	-713	-376	-258	-94	-279
现金净流量	-88	-419	-83	488	347	289

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,160	1,547	1,379	1,728	1,978	2,198
应收款项	413	467	501	564	647	719
存货	708	951	1,152	1,211	1,383	1,534
其他流动资产	1,046	1,311	1,228	758	789	809
流动资产	4,327	4,275	4,261	4,262	4,797	5,258
%总资产	64.3%	59.4%	55.8%	54.4%	55.4%	56.0%
长期投资	10	10	0	10	20	30
固定资产	584	972	1,153	1,503	1,835	2,149
%总资产	8.7%	13.5%	15.1%	19.2%	21.2%	22.9%
无形资产	1,204	1,176	1,323	1,333	1,314	1,295
非流动资产	2,400	2,927	3,372	3,577	3,863	4,133
%总资产	35.7%	40.6%	44.2%	45.6%	44.6%	44.0%
资产总计	6,728	7,202	7,632	7,839	8,660	9,392
短期借款	212	260	322	390	639	740
应付款项	405	581	484	623	711	789
其他流动负债	929	872	938	711	819	911
流动负债	1,546	1,714	1,744	1,724	2,169	2,440
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	284	408	512	334	236	167
负债	1,830	2,121	2,256	2,058	2,405	2,606
普通股股东权益	4,897	5,080	5,375	5,780	6,254	6,784
其中：股本	571	571	571	571	571	571
未分配利润	3,114	3,324	3,578	3,983	4,458	4,988
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	6,728	7,202	7,632	7,839	8,660	9,392

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.596	1.368	0.965	1.183	1.385	1.548
每股净资产	8.580	8.901	9.418	10.128	10.959	11.888
每股经营现金净流	2.271	1.315	1.211	2.360	1.587	1.827
每股股利	1.000	0.500	0.020	0.473	0.554	0.619
回报率						
净资产收益率	18.60%	15.37%	10.25%	11.68%	12.64%	13.02%
总资产收益率	13.54%	10.84%	7.22%	8.62%	9.13%	9.41%
投入资本收益率	17.41%	14.48%	10.01%	10.83%	11.32%	11.57%
增长率						
主营业务收入增长率	22.58%	13.24%	7.73%	19.31%	14.65%	11.12%
EBIT 增长率	18.13%	-9.29%	-28.42%	17.07%	16.84%	11.51%
净利润增长率	25.17%	-14.28%	-29.46%	22.63%	17.03%	11.77%
总资产增长率	20.59%	7.05%	5.98%	2.71%	10.48%	8.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.8	31.3	31.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	350.6	328.7	357.1	350.0	350.0	350.0
应付账款周转天数	96.1	91.8	93.8	93.8	93.8	93.8
固定资产周转天数	59.9	66.5	57.7	66.1	72.0	76.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.55%	-43.14%	-29.01%	-31.84%	-29.44%	-28.89%
EBIT 利息保障倍数	-37.4	-74.8	169.2	-222.8	-141.7	-100.2
资产负债率	27.20%	29.45%	29.56%	26.25%	27.77%	27.75%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	27	34	58
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.04</b>	<b>1.03</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究