

比音勒芬 (002832.SZ)

2026Q1 业绩亮眼，期待利润持续释放

2025 公司收入同比+8%，归母净利润 5.5 亿元，股利支付率达 75%。2025 全年收入为 43.1 亿元，同比+8%；归母净利润为 5.5 亿元，同比-29%。公司坚持品牌与渠道建设，费用投入短期影响利润。1) 盈利质量：2025 年毛利率同比-1.9pct 至 75.1%；销售/管理/财务费用率同比分别+6.5/-0.7/+0.4pct 至 46.8%/8.5%/0.1%；净利率同比-6.7pct 至 12.8%。2) 单四季度：Q4 收入为 11.1 亿元，同比+11%；归母净利润为亏损 0.7 亿元。3) 股息：2025 年公司现金分红总额 4.1 亿元，股利支付率 75%，股息率 4.8%。

2026Q1 公司收入同比+18%，提速增长；归母净利润同比+17%。2026Q1 公司收入为 15.2 亿元，同比+18%；归母净利润为 3.9 亿元，同比+17%。盈利质量：2026Q1 公司毛利率同比-0.2pct 至 75.3%；销售/管理/财务费用率同比分别+0.5/-0.9/-0.2pct 至 35.4%/5.4%/0.1%；净利率同比-0.4pct 至 25.4%。

电商收入高速增长，直营进驻优质渠道，抢占市场份额。2025 年线上/直营/加盟销售收入分别 4.5/27.4/10.9 亿元，同比分别+71%/+7%/-4%；毛利率分别 76.6%/78.7%/66.5%，同比分别+1.9/-2.4/-3.1pct。1) 公司全力布局线上渠道，2025 年电商营收高速增长 71%，渠道占比超过 10%，通过多平台充分触达消费客群，助力产品销售、品牌传播、用户运营。2) 线下拓店规划稳步推进，2025 年末公司门店合计 1400 家，其中直营/加盟门店分别 761/639 家，同比净增 117/净关 11 家。根据拓店趋势我们预计 2026 年公司店数有望继续净增 100 家左右。公司积极抢占优质渠道资源，打造标杆门店，品牌形象及影响力持续提升，我们预计有望带动中长期店效持续增长。

高端品牌矩阵布局清晰，加大户外赛道覆盖。公司过去坚持投入品牌建设，搭建差异化高端品牌矩阵，持续抢占消费者心智，目前旗下品牌包括：比音勒芬（生活、户外、高尔夫）、VENISE、KENT&CURWEN、CERRUTI 1881、Oofos（授权）、SnowPeak（授权）。1) **主品牌势能持续向上，落实高端化、专业化：**通过生活、户外、高尔夫三大系列满足商务精英群体全场景着装需求，发挥公司产品设计与研发优势，与中国国家地理、故宫宫廷文化、哈佛大学、Hattie 等 IP 联名实现文化破圈，注重运用新技术、新工艺和高科技面料，2025 年公司首次开设比音勒芬户外专卖店。2) **其他品牌阶梯矩阵清晰，中长期有望为集团打开第二增长曲线：**K&C 目前有近 20 家线下门店，进驻优质高端购物中心，初步完成全渠道布局；威尼斯通过赞助路亚赛事及社群活动增加品牌露出；2025 年内公司取得 OOFOS 中国内地独家代理权。

库龄结构健康，现金储备充足。1) 公司积极备货新品，2025 年末存货同比+21.2%至 11.5 亿元（其中 1 年以内货品占比 67%），全年公司存货周转天数+28 天至 352.2 天。2) 账上现金充沛，2026Q1 末货币资金+交易性金融资产 24.2 亿元，2026Q1 经营性现金流量净额 4.2 亿元（约为同期归母的 1.1 倍），为业务良性发展奠定基础。

2026 年收入预计提升增长，利润有望逐步释放。展望全年，我们判断线下稳步拓店+电商高速增长有望带动公司 2026 年收入快速增长 15%~20%。考虑公司合理管控费用投入，我们预计 2026 年利润增速预计快于收入。

投资建议。主品牌卡位运动时尚优质赛道，其他品牌为长期发展上拓天花板。我们根据公司业绩情况调整盈利预测，预计 2026~2028 年归母净利润为 6.87/7.90/9.01 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；新品牌孵化效果不达预期；运动时尚景气度回落。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	4,004	4,314	5,051	5,631	6,245
增长率 yoy (%)	13.2	7.7	17.1	11.5	10.9
归母净利润 (百万元)	781	551	687	790	901
增长率 yoy (%)	-14.3	-29.5	24.8	15.0	14.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.37	0.96	1.20	1.38	1.58
净资产收益率 (%)	15.4	10.2	11.4	11.6	11.7
P/E (倍)	13.1	18.5	14.8	12.9	11.3
P/B (倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

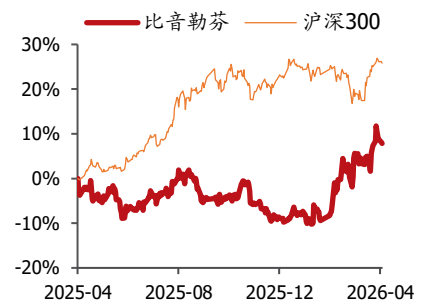
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (元)	17.88
总市值 (百万元)	10,204.24
总股本 (百万股)	570.71
其中自由流通股 (%)	68.23
30 日日均成交量 (百万股)	9.08

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ)：总经理拟增持股份，彰显长期发展信心》 2026-02-28
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：坚定投入品牌建设，彰显长期发展信心》 2025-10-31
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：2025Q2 收入高增长，电商表现领跑行业》 2025-08-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4275	4261	5486	6827	8081
现金	1547	1379	2469	3737	4904
应收票据及应收账款	363	370	431	478	528
其他应收款	104	131	154	171	190
预付账款	70	62	72	81	89
存货	951	1152	1270	1345	1429
其他流动资产	1241	1166	1091	1016	941
非流动资产	2927	3372	2974	2556	2343
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	730	682	631	579	526
无形资产	994	1005	944	883	821
其他非流动资产	1203	1684	1398	1094	996
资产总计	7202	7632	8460	9383	10424
流动负债	1714	1744	1933	2083	2241
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	438	385	450	502	557
其他流动负债	1276	1359	1483	1581	1684
非流动负债	408	512	511	511	511
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	408	512	511	511	511
负债合计	2121	2256	2445	2594	2752
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	571	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894	894
留存收益	3610	3864	4535	5309	6192
归属母公司股东权益	5080	5375	6014	6788	7670
负债和股东权益	7202	7632	8460	9383	10424

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	750	691	783	927	826
净利润	781	551	687	790	901
折旧摊销	445	538	468	482	278
财务费用	0	2	9	9	9
投资损失	-7	-14	-16	-18	-20
营运资金变动	-482	-414	-431	-409	-413
其他经营现金流	14	28	65	72	71
投资活动现金流	-447	-399	366	367	370
资本支出	-557	-612	-55	-54	-53
长期投资	0	0	403	403	403
其他投资现金流	110	213	18	18	20
筹资活动现金流	-713	-376	-58	-26	-28
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-713	-376	-58	-26	-28
现金净增加额	-419	-83	1090	1268	1168

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4004	4314	5051	5631	6245
营业成本	921	1075	1258	1403	1556
营业税金及附加	36	43	50	56	62
营业费用	1613	2019	2304	2568	2848
管理费用	371	368	431	481	533
研发费用	126	138	161	180	199
财务费用	-13	4	-18	-40	-65
资产减值损失	-56	-80	-80	-80	-80
其他收益	33	39	25	28	31
公允价值变动收益	5	8	0	0	0
投资净收益	7	14	16	18	20
资产处置收益	4	8	10	11	12
营业利润	943	654	834	958	1093
营业外收入	5	4	0	0	0
营业外支出	1	10	0	0	0
利润总额	947	648	834	958	1093
所得税	166	98	146	168	192
净利润	781	551	687	790	901
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	781	551	687	790	901
EBITDA	1359	1191	1283	1401	1306
EPS (元/股)	1.37	0.96	1.20	1.38	1.58

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	13.2	7.7	17.1	11.5	10.9
营业利润(%)	-11.3	-30.7	27.5	15.0	14.0
归属母公司净利润(%)	-14.3	-29.5	24.8	15.0	14.0
盈利能力					
毛利率(%)	77.0	75.1	75.1	75.1	75.1
净利率(%)	19.5	12.8	13.6	14.0	14.4
ROE(%)	15.4	10.2	11.4	11.6	11.7
ROIC(%)	13.2	9.0	9.9	10.0	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	29.5	29.6	28.9	27.6	26.4
净负债比率(%)	-17.8	-10.9	-27.9	-43.4	-53.6
流动比率	2.5	2.4	2.8	3.3	3.6
速动比率	1.7	1.4	1.6	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11.7	11.8	12.6	12.3	12.3
应付账款周转率	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.96	1.20	1.38	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.21	1.37	1.62	1.45
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.42	10.54	11.89	13.44
估值比率					
P/E	13.1	18.5	14.8	12.9	11.3
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.3	6.7	6.6	5.2	4.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com