

比音勒芬 (002832.SZ)

一季度收入增长 18%，盈利能力企稳

优于大市

核心观点

2025 年收入增长 7%，销售费用上升致净利润承压，分红水平提升至 75%。

比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2025 年公司收入同比+7.3%至 43.1 亿元，归母净利润同比-29.46%至 5.5 亿元。毛利率同比-0.8 个百分点至 75.1%；管理费用率小幅下降 0.8 个百分点，研发费用率基保持稳定，财务费用率上升 0.4 个百分点至 0.1%，主因利息收入减少和汇率变动所致；销售费用率同比+6.5 个百分点至 46.8%，主因广告投入、店铺装修、线上业务增长，且市场拓展活动增加所致。进而归母净利率同比-6.7 个百分点至 12.8%。存货金额同比增长 21.2%至 11.52 亿元，存货周转天数同比+28 天至 352 天，主因销售规模增长，公司主动增加库存储备。2025 年分红率达 74.6%，较此前大幅提升。

第一季度收入与净利润均双位数增长，盈利能力企稳。2026 年第一季度公司收入同比+18.4%至 15.2 亿元，归母净利润同比+16.5%至 3.9 亿元。毛利率同比-0.15 个百分点至 75.3%；整体费用率同比-0.5 个百分点，销售、管理、财务、研发费用率分别+0.5/-0.9/-0.2/+0.1 个百分点影响。资产减值损失同比增加 102%至 1029 万元，投资收益同比减少 85.9%至 127.4 万元，主因固收类理财产品收益减少所致，进而拖累归母净利率同比-0.4 个百分点至 25.38%。

2025 年线上渠道引领增长，直营渠道门店持续扩张。分渠道看，2025 年直营/加盟/线上收入分别同比+6.9%/-4.4%/+71.5%，主要由线上渠道带动增长。全年公司直营渠道扩张明显，直营门店净增 117 家至 761 家，而加盟门店净减少 11 家至 639 家。各渠道毛利率表现分化，直营/加盟/线上毛利率分别同比-2.4/-3.1/+1.9 个百分点至 78.7%/66.5%/76.6%。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：短期业绩增长有望提速，中长期多品牌矩阵打开成长空间。公司 2026 年一季度收入利润实现双位数增长，盈利能力企稳，现金流强劲，前期战略性投入效果开始显现；2026 全年伴随电商渠道快速增长、直营新店爬坡、加盟渠道补库，收入增长有望提速，同时伴随费用管控，利润增速有望快于收入增速。中长期看，比音勒芬精准卡位高端运动休闲景气赛道，主品牌势能稳固，多品牌矩阵打开成长空间。基于 2025 年业绩基数低于我们此前预期，我们下调 2026-2027 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 6.5/7.4/8.2 亿元（2026-2027 年前值为 8.0/8.7 亿元），同比+18.5%/13.4%/11.4%；维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	4,993	5,547	6,023
(+/-%)	13.2%	7.7%	15.7%	11.1%	8.6%
净利润(百万元)	781	551	652	740	824
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	18.5%	13.4%	11.4%
每股收益(元)	1.37	0.96	1.14	1.30	1.44
EBIT Margin	27.8%	19.7%	15.9%	16.2%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	10.2%	11.7%	12.8%	13.6%
市盈率 (PE)	13.1	18.5	15.6	13.8	12.4
EV/EBITDA	10.1	12.9	14.2	12.6	11.5
市净率 (PB)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.67 元
总市值/流通市值	11226/7660 百万元
52 周最高价/最低价	19.67/14.74 元
近 3 个月日均成交额	181.04 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《比音勒芬 (002832.SZ) - 上半年收入增长 9%，线上渠道增长领先》——2025-08-29

《比音勒芬 (002832.SZ) - 第三季度收入下滑 4%，持续表现好于行业》——2024-11-05

《比音勒芬 (002832.SZ) - 上半年收入与净利润增长 15%，各渠道毛利率均有提升》——2024-09-02

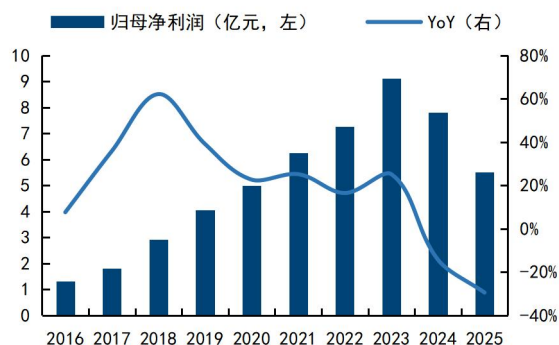
《比音勒芬 (002832.SZ) - 第一季度净利润增长 20%，库存改善明显》——2024-05-02

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



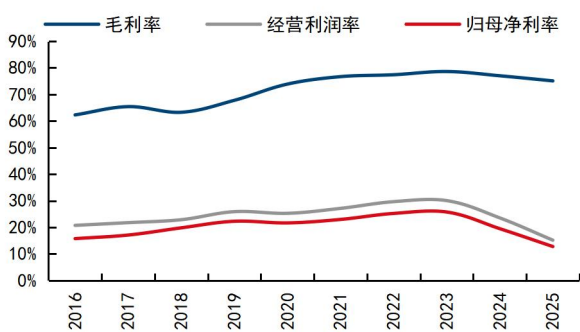
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



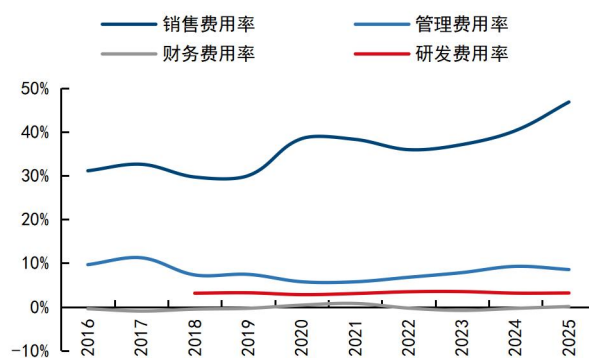
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



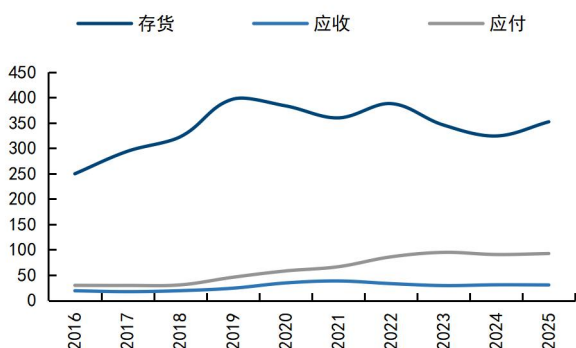
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



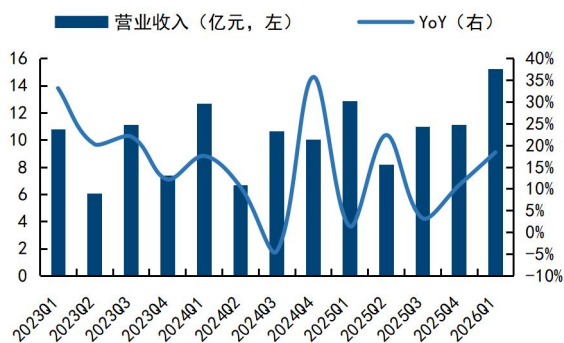
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司经营活动现金流净额及净现比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



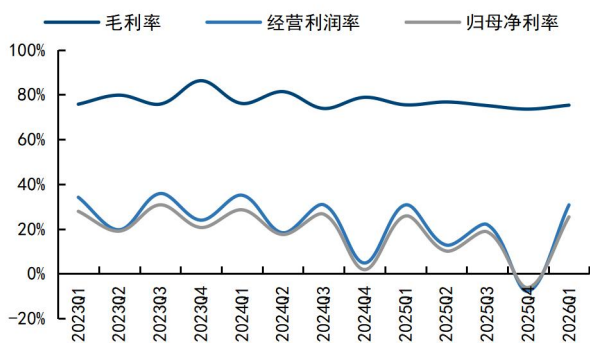
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



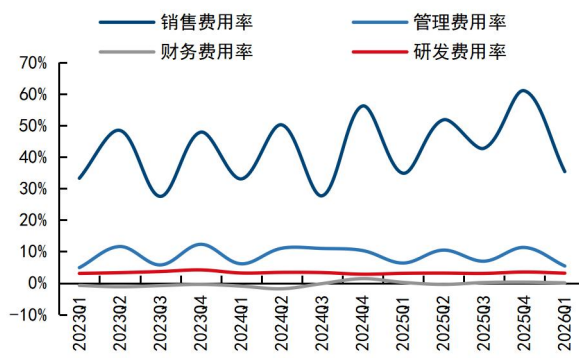
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期业绩增长有望提速，中长期多品牌矩阵打开成长空间

公司2026年一季度收入利润实现双位数增长，盈利能力企稳，现金流强劲，前期战略性投入效果开始显现；2026全年伴随电商渠道快速增长、直营新店爬坡、加盟渠道补库，收入增长有望提速，同时伴随费用管控，利润增速有望快于收入增速。中长期看，比音勒芬精准卡位高端运动休闲景气赛道，主品牌势能稳固。同时，通过全资收购Cerruti 1881和Kent & Curwen等国际品牌，并深化与OOFOS、SnowPeak等品牌的合作，公司多品牌、多品类矩阵布局逐步完善，有望为未来增长贡献新动能。

基于2025年业绩基数低于我们此前预期，我们下调2026-2027年盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为6.5/7.4/8.2亿元（2026-2027年前值为8.0/8.7亿元），同比+18.5%/13.4%/11.4%；维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,004	4,314	4,993	5,547	6,023
(+/-%)	13.2%	7.7%	15.7%	11.1%	8.6%
净利润(百万元)	781	551	652	740	824
(+/-%)	-14.3%	-29.5%	18.5%	13.4%	11.4%
每股收益(元)	1.37	0.96	1.14	1.30	1.44
EBIT Margin	27.8%	19.7%	15.9%	16.2%	16.6%
净资产收益率(ROE)	15.4%	10.2%	11.7%	12.8%	13.6%
市盈率(PE)	13.1	18.5	15.6	13.8	12.4
EV/EBITDA	10.1	12.9	14.2	12.6	11.5
市净率(PB)	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
比音勒芬	优于大市	17.9	0.96	1.14	1.30	18.5	15.6	13.8	15.9%	0.99
男装										
海澜之家	优于大市	6.4	0.45	0.48	0.51	14.2	13.3	12.5	6.5%	2.06
报喜鸟	优于大市	4.1	0.23	0.29	0.33	17.7	14.2	12.4	19.5%	0.73

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1547	1379	2109	2323	2590	营业收入	4004	4314	4993	5547	6023
应收款项	467	501	580	645	700	营业成本	921	1075	1244	1387	1506
存货净额	951	1152	1186	1260	1311	营业税金及附加	36	43	49	54	58
其他流动资产	406	725	839	932	1012	销售费用	1613	2019	2322	2562	2764
流动资产合计	4275	4261	5218	5663	6116	管理费用	381	379	624	685	736
固定资产	972	1153	1113	1237	1346	财务费用	(13)	4	5	5	6
无形资产及其他	994	1005	965	925	885	投资收益	7	14	16	18	19
投资性房地产	961	1213	1213	1213	1213	资产减值及公允价值变动	62	(72)	(76)	(84)	(90)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(193)	(83)	85	90	95
资产总计	7202	7632	8509	9038	9560	营业利润	943	654	774	878	977
短期借款及交易性金融负债	260	322	322	322	322	营业外净收支	4	(5)	(6)	(7)	(7)
应付款项	438	385	440	481	515	利润总额	947	648	768	871	970
其他流动负债	1016	1037	1553	1709	1839	所得税费用	166	98	116	131	146
流动负债合计	1714	1744	2315	2511	2676	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	781	551	652	740	824
其他长期负债	408	512	623	733	843						
长期负债合计	408	512	623	733	843	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2121	2256	2938	3244	3519	净利润	781	551	652	740	824
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	(13)	(43)	273	66	45
股东权益	5080	5375	5571	5793	6040	折旧摊销	111	116	130	167	197
负债和股东权益总计	7202	7632	8509	9038	9560	公允价值变动损失	(62)	72	76	84	90
						财务费用	(13)	4	5	5	6
关键财务与估值指标						营运资本变动	(441)	(777)	727	141	134
每股收益	1.37	0.96	1.14	1.30	1.44	其它	13	43	(273)	(66)	(45)
每股红利	1.00	0.52	0.80	0.91	1.01	经营活动现金流	390	(39)	1586	1132	1244
每股净资产	8.90	9.42	9.76	10.15	10.58	资本开支	0	(132)	(400)	(400)	(400)
ROIC	21%	15%	15%	19%	21%	其它投资现金流	(113)	403	0	0	0
ROE	15%	10%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(113)	271	(400)	(400)	(400)
毛利率	77%	75%	75%	75%	75%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	20%	16%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	22%	19%	19%	20%	支付股利、利息	(571)	(297)	(457)	(518)	(577)
收入增长	13%	8%	16%	11%	9%	其它融资现金流	260	194	0	0	0
净利润增长率	-14%	-29%	18%	13%	11%	融资活动现金流	(891)	(400)	(457)	(518)	(577)
资产负债率	29%	30%	35%	36%	37%	现金净变动	(614)	(167)	730	214	267
息率	5.6%	2.9%	4.5%	5.1%	5.7%	货币资金的期初余额	2160	1547	1379	2109	2323
P/E	13.1	18.5	15.6	13.8	12.4	货币资金的期末余额	1547	1379	2109	2323	2590
P/B	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	企业自由现金流	0	(72)	1132	671	779
EV/EBITDA	10.1	12.9	14.2	12.6	11.5	权益自由现金流	0	122	1142	682	788

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032