



# Q1 增长超预期，电商渠道成为新增长动力

2026 年 04 月 29 日

## 核心观点

- 公司发布 2025 年和 2026 年一季度业绩，Q1 增长提速：**2025 年公司实现收入 43.14 亿元，同比增长 7.73%，归母净利润 5.51 亿元，同比减少 29.46%。2026Q1 实现收入 15.22 亿元，同比增长 18.36%，归母净利润 3.86 亿元，同比增长 16.54%，扣非后归母净利润 3.78 亿元，同比增长 17.88%。公司拟每 10 股派现 7 元，分红率为 74.62%。
- 电商、直营是主要增长驱动，多品牌矩阵搭建成型。**25 年公司线上/直营/加盟渠道收入分别为 4.51/27.45/10.89 亿元，分别同比+71.49%/+6.89%/-4.44%，线上渠道放量增长，逐步成为公司发展的主要驱动。期间公司全力布局电商渠道，覆盖天猫、淘宝、京东、唯品会、抖音、小红书等平台，通过直播带货、社群营销、内容传播等方式，充分触达目标群体，线上运营能力持续迭代。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。线下渠道方面，直营表现稳健，加盟略有调整。下年渠道稳步深耕，渠道布局持续优化。截至 2025 年期末，公司直营/加盟门店数量为 761/639 家，较年初变动 117/-11 家。直营占比提升带动渠道结构持续升级，优质终端网络进一步加密下沉，为长期营收增长筑牢线下基本盘。同时，新品牌 KC 开始发力，期末 KC 品牌门店达到近 20 家，已陆续入驻香港海港城、澳门伦敦人、澳门威尼斯人、北京国贸、深圳万象天地、南京德基、沈阳万象城等高端购物中心，初步完成线上线下渠道布局。
- 渠道结构调整致毛利率下降，26Q1 费用率优化。**25 全年/26Q1 公司毛利率分别为 75.09%/75.27%，同比-1.92/-0.15pct，毛利率下降主要系公司产品结构有所调整，26Q1 显示出企稳迹象。25 年公司总费用率为 58.63%，同比增加 6.25pct，费用增加主因新品牌（KC、Cerruti 1881）推广、电商服务费及门店装修摊销增加，26 年一季度总费用率已呈现企稳优化的趋势。公司期末存货周转天数 275 天，同比增加 4 天，处于正常变动水平。截至 26Q1 期末，公司经营性现金流净额 4.23 亿元，同比增长 44.57%，经营质量持续保持改善。
- 电商、直营渠道扩容、品牌年轻化扩张、新品牌减亏放量是公司未来看点。**公司主品牌推进年轻化、全场景扩张，未来会覆盖更多场景和消费者人群，品牌心智不断加强。线上高增延续，未来占比将持续提升。直营渠道延续开店趋势，针对优质商圈不断加密，打造高质量线下渠道生态。新品牌 KC 已完成初期布局，未来有望减亏放量。经营方面，公司高效建设数字化平台，利用 AI 赋能，有效提高公司经营管理效率。
- 投资建议：**公司构建多品牌矩阵，加强新品牌渠道建设，26 年业绩有望企稳。预计公司 2026/27/28 归母净利润为 6.75/7.82/8.70 亿元，EPS 为 1.18/1.37/1.52 元，对应 PE 估值分别为 15/13/12 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**终端销售不及预期风险；新品牌业务不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

**比音勒芬**（股票代码：002832）**推荐** 维持评级

## 分析师

**郝帅**

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

**艾菲拉·迪力木拉提**

☎：010-80927622

✉：aifeila\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

## 市场数据

2026 年 04 月 28 日

股票代码	002832
A 股收盘价(元)	17.88
上证指数	4,078.64
总股本(万股)	57,071
实际流通 A 股(万股)	38,942
流通 A 股市值(亿元)	70

## 相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,314	5,095	5,744	6,365
收入增长率%	7.73	18.11	12.74	10.80
归母净利润(百万元)	551	675	782	870
利润增长率%	-29.46	22.61	15.79	11.24
毛利率%	75.09	75.25	75.38	75.53
摊薄 EPS(元)	0.96	1.18	1.37	1.52
PE	18.53	15.11	13.05	11.73
PB	1.90	1.84	1.77	1.70
PS	2.37	2.00	1.78	1.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,261	4,688	4,955	5,470
现金	1,379	1,381	1,398	1,591
应收账款	370	536	581	656
其它应收款	131	123	164	154
预付账款	62	113	83	133
存货	1,152	1,335	1,494	1,664
其他	1,166	1,199	1,234	1,271
非流动资产	3,372	3,373	3,310	3,230
长期投资	0	0	0	0
固定资产	682	957	1,137	1,258
无形资产	1,005	955	904	854
其他	1,684	1,461	1,269	1,118
资产总计	7,632	8,061	8,265	8,700
流动负债	1,744	1,970	1,931	2,103
短期借款	0	0	0	0
应付账款	303	314	378	383
其他	1,441	1,656	1,553	1,720
非流动负债	512	530	558	582
长期借款	0	0	0	0
其他	512	530	558	582
负债总计	2,256	2,500	2,489	2,685
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	5,375	5,560	5,775	6,014
负债和股东权益	7,632	8,061	8,265	8,700

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	691	854	944	1,182
净利润	551	675	782	870
折旧摊销	355	425	489	507
财务费用	4	4	4	4
投资损失	-14	-14	-14	-14
营运资金变动	587	216	305	168
其他	-791	-452	-622	-353
投资活动现金流	-399	-398	-398	-398
资本支出	612	410	410	410
长期投资	421	-10	-10	-10
其他	-1,432	-798	-798	-798
筹资活动现金流	-376	-454	-529	-591
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-376	-454	-529	-591
现金净增加额	-85	2	17	193

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,314	5,095	5,744	6,365
营业成本	1,075	1,261	1,414	1,557
税金及附加	43	50	57	63
销售费用	2,019	2,369	2,660	2,960
管理费用	368	418	460	496
研发费用	138	158	178	197
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	-80	-92	-103	-115
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资收益及其他	58	58	57	57
营业利润	654	800	926	1,029
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	10	10	10	10
利润总额	648	795	921	1,024
所得税	98	120	139	154
净利润	551	675	782	870
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	551	675	782	870
EBITDA	943	1,249	1,099	943
EPS (元)	0.96	1.18	1.37	1.52

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	7.7%	18.1%	12.7%	10.8%
营业利润增长率	-30.7%	22.4%	15.7%	11.2%
归母净利润增长率	-29.5%	22.6%	15.8%	11.2%
毛利率	75.1%	75.2%	75.4%	75.5%
净利率	12.8%	13.3%	13.6%	13.7%
ROE	10.2%	12.1%	13.5%	14.5%
ROIC	9.8%	11.8%	13.1%	14.3%
资产负债率	29.6%	31.0%	30.1%	30.9%
净资产负债率	-10.9%	-9.8%	-9.1%	-11.2%
流动比率	2.44	2.38	2.57	2.60
速动比率	1.78	1.70	1.79	1.81
总资产周转率	0.58	0.65	0.70	0.75
应收账款周转率	11.78	11.25	10.29	10.29
应付账款周转率	15.62	16.53	16.61	16.72
每股收益(元)	0.96	1.18	1.37	1.52
每股经营现金流(元)	1.21	1.50	1.65	2.07
每股净资产(元)	9.42	9.74	10.12	10.54
P/E	18.53	15.11	13.05	11.73
P/B	1.90	1.84	1.77	1.70
EV/EBITDA	8.78	8.57	7.41	6.73
PS	2.37	2.00	1.78	1.60

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服装行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服装行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服装行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn