

公司研究

度过阶段性调整，26Q1 良好开局、期待业绩增速回升

——比音勒芬（002832.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：19.67 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.71
总市值(亿元):	112.26
一年最低/最高(元):	14.74/19.67
近3月换手率:	158.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.31	28.14	-4.34
绝对	12.40	30.35	23.24

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩仍有承压，费用投入加大——比音勒芬（002832.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-31）

收入保持稳健增长、利润现下滑，期待多品牌继续协同发力，期待多品牌继续协同发力——比音勒芬（002832.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-30）

要点

事件：

比音勒芬发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 43.1 亿元，同比增长 7.7%，归母净利润 5.5 亿元，同比下降 29.5%，扣非净利润 5 亿元，同比下降 32.8%，EPS（基本）为 0.96 元。公司拟每股派发现金红利 0.7 元（含税），叠加三季度末已派息每股 0.02 元，对应全年合计派息比例为 75%、派息率较 24 年的 37%提升明显。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 12.9/8.2/11/11.1 亿元，分别同比 +1.4%/+22.3%/+3.2%/+10.8%，归母净利润分别为 3.3/0.8/2.1/-0.7 亿元，分别同比 -8.5%/-29.3%/-27.4%/转亏。

同时，**公司发布 2026 年一季报**，26Q1 实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 18.4%，归母净利润 3.9 亿元，同比增长 16.5%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 17.9%。

点评：

25 年线上渠道收入增长 72%领先，线下渠道中直营渠道着力拓店

分渠道来看：25 年公司直营/加盟/线上/其他销售占总收入比例分别为 64%/25%/10%/1%，收入分别同比+6.9%/-4.4%/+71.5%/-14.9%。其中，线上渠道 25 年增长超过 70%、表现突出；另外，直营店拓店增加、收入同比实现增长。

线下门店方面：25 年末公司总门店为 1400 家、年内净增加 106 家（+8.2%），其中，直营/加盟门店 25 年末分别为 761/639 家，年内分别+117/-11 家，分别增加 18.2%/减少 1.7%。

毛利率同比略降，费用率 25 年同比提升拖累利润、26Q1 控制显效

毛利率：25 年毛利率同比下降 1.9PCT 至 75.1%。分渠道来看，直营/加盟/线上/其他渠道销售毛利率分别为 78.7%/66.5%/76.6%/37.2%，分别同比 -2.4%/-3.1%/+1.9%/-4.3PCT。分季度来看，25Q1~26Q1 单季度毛利率分别同比 -0.6%/-4.6%/+1.3%/-5.3%/-0.2PCT 至 75.4%/76.7%/75.1%/73.5%/75.3%。

费用率：25 年期间费用率同比提升 6.2PCT 至 58.6%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.8%/8.5%/3.2%/0.1%，分别同比+6.5%/-0.7%/+0.4PCT，销售费用率提升主要为业务相关投入（包括商场费用/职工薪酬/广告宣传等）增加、拖累利润。25Q1~26Q1 单季度期间费用率分别同比+3.1%/+2.2%/+11.1%/+5.4%/-0.5PCT，其中销售费用率分别同比+1.8%/+1.6%/+15.1%/+4.8%/+0.5PCT。

其他财务指标：1) **存货** 25 年末同比增加 21.2%至 11.5 亿元，26 年 3 月末同比增加 21.2%至 11.5 亿元，较年初减少 0.2%，存货周转天数 25 年/26Q1 分别为 352/275 天，同比+28/+5 天。2) **应收账款** 25 年末同比增加 2%至 3.7 亿元，26 年 3 月末同比增加 28.7%至 4.4 亿元，较年初增加 17.9%，25 年/26Q1 应收账款周转天数分别为 31/24 天，同比 0/-1 天。3) **资产减值损失** 25 年为 7978 万元，同比增加 41.7%。26Q1 为 1029 万元，同比增加 102%。4) **经营活动净现金流** 25 年为 6.9 亿元，同比减少 7.9%，26Q1 为 4.2 亿元，同比增加 44.6%。

看好 26 年业绩回升，增持提振信心，维持“买入”评级

公司 25 年利润承压、主要为费用率上升影响，但 26Q1 收入和利润增速已回归双位数增长。结合公司 25 年净拓展直营店超过 100 家、线上渠道保持高毛利率的同时实现高增，期待 26 年公司线上线下渠道保持良好发展势头。

另外，公司账上现金充足，25 年末货币资金+交易性金融资产超 24 亿元，25 年提高分红率、彰显健康的资金实力。公司 26 年 2~3 月控股股东一致行动人、董事陆续发布增持计划，拟分别增持 1~2 亿元、0.5~1 亿元，提振市场信心。

考虑到短期需求仍有不确定性，我们下调 26~27 年归母净利润预测（较前次预测下调 11%/7%）、新增 28 年归母净利润为 6.9/7.9/8.8 亿元，对应 26~28 年 EPS 分别为 1.21/1.38/1.54 元，PE 分别为 16/14/13 倍，估值较低、维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软；费用管控不当；存货积压；主品牌或小品牌门店拓展不及预期；行业竞争加剧；并购整合不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,004	4,314	5,107	5,669	6,119
营业收入增长率	13.2%	7.7%	18.4%	11.0%	7.9%
净利润（百万元）	781	551	692	789	880
净利润增长率	-14.3%	-29.5%	25.6%	14.1%	11.5%
EPS（元）	1.37	0.96	1.21	1.38	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.4%	10.2%	12.2%	13.3%	14.2%
P/E	14	20	16	14	13
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,004	4,314	5,107	5,669	6,119
营业成本	921	1,075	1,239	1,356	1,447
折旧和摊销	111	116	118	140	157
税金及附加	36	43	51	57	61
销售费用	1,613	2,019	2,375	2,630	2,827
管理费用	371	368	434	481	519
研发费用	126	138	163	180	193
财务费用	-13	4	5	5	1
投资收益	7	14	14	14	14
营业利润	943	654	820	935	1,042
利润总额	947	648	814	929	1,036
所得税	166	98	123	140	156
净利润	781	551	692	789	880
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	781	551	692	789	880
EPS(元)	1.37	0.96	1.21	1.38	1.54

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	750	691	723	988	987
净利润	781	551	692	789	880
折旧摊销	111	116	118	140	157
净营运资金增加	464	689	332	110	178
其他	-606	-665	-419	-52	-229
投资活动产生现金流	-447	-399	-498	-298	-298
净资本支出	-557	-612	-510	-310	-310
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	110	213	12	12	12
融资活动现金流	-713	-376	81	-504	-540
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	49	62	498	17	50
无息负债变化	243	74	90	174	90
净现金流	-419	-83	306	185	149

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	77.0%	75.1%	75.7%	76.1%	76.3%
EBITDA 率	30.7%	23.8%	21.4%	22.0%	22.7%
EBIT 率	25.7%	18.3%	19.1%	19.6%	20.1%
税前净利润率	23.6%	15.0%	15.9%	16.4%	16.9%
归母净利润率	19.5%	12.8%	13.5%	13.9%	14.4%
ROA	10.8%	7.2%	8.1%	8.8%	9.4%
ROE (摊薄)	15.4%	10.2%	12.2%	13.3%	14.2%
经营性 ROIC	20.2%	12.8%	13.9%	15.0%	15.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	29.5%	29.6%	33.5%	33.9%	33.8%
流动比率	2.49	2.44	2.03	1.99	1.98
速动比率	1.94	1.78	1.51	1.50	1.50
归母权益/有息债务	19.51	16.69	6.90	7.09	7.01
有形资产/有息债务	22.57	19.21	8.66	9.09	9.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	7,202	7,632	8,501	8,965	9,397
货币资金	1,547	1,379	1,685	1,871	2,019
交易性金融资产	905	503	503	503	503
应收账款	363	370	446	495	523
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	104	131	155	172	186
存货	951	1,152	1,200	1,226	1,299
其他流动资产	406	725	738	745	750
流动资产合计	4,275	4,261	4,727	5,012	5,280
其他权益工具	10	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	730	682	1,135	1,393	1,616
在建工程	242	471	428	366	320
无形资产	994	1,005	962	921	883
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	950	1,213	1,248	1,273	1,298
非流动资产合计	2,927	3,372	3,773	3,953	4,117
总负债	2,121	2,256	2,844	3,035	3,176
短期借款	0	0	498	514	565
应付账款	249	303	351	339	391
应付票据	188	82	99	108	116
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,276	1,359	1,384	1,561	1,592
流动负债合计	1,714	1,744	2,332	2,523	2,663
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	408	512	512	512	512
非流动负债合计	408	512	512	512	512
股东权益	5,081	5,376	5,657	5,930	6,221
股本	571	571	571	571	571
公积金	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
未分配利润	3,324	3,578	3,859	4,132	4,423
归属母公司权益	5,080	5,375	5,656	5,929	6,220
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	40.3%	46.8%	46.5%	46.4%	46.2%
管理费用率	9.3%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
财务费用率	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
研发费用率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
所得税率	17.6%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.50	0.72	0.90	1.03	1.15
每股经营现金流	1.31	1.21	1.27	1.73	1.73
每股净资产	8.90	9.42	9.91	10.39	10.90
每股销售收入	7.02	7.56	8.95	9.93	10.72

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	20	16	14	13
PB	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.1	12.2	10.6	9.3	8.4
股息率	2.5%	3.7%	4.6%	5.2%	5.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼