

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

比音勒芬 (002832.SZ)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

比音勒芬：Q1 营收利润创历史新高，逆势扩张成效显著

2026年5月5日

事件:公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营收 43.14 亿元 (同比+7.73%)，归母净利润 5.51 亿元 (同比-29.46%)，扣非归母净利润 5.00 亿元 (同比-32.79%)。其中 2025Q4 营收 11.12 亿元 (同比+10.8%)，归母净利润-0.69 亿元。2026Q1 营收 15.22 亿元 (同比+18.36%)，归母净利润 3.86 亿元 (同比+16.54%)，扣非归母净利润 3.78 亿元 (同比+17.88%)。2026Q1 营收及归母净利润均创上市后第一季度营收和利润新高，在外部消费环境疲弱，公司逆势加大投入抢占地盘，投入产出效应持续释放，25Q4 至 26Q1 收入增速从 10.8%提升至 18.4%，增长趋势逐季向上。2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 7 元 (含税)，叠加 2025 年前三季度分红，全年累计分红约 4.11 亿元，分红比例约 74.6%，分红比例创上市后新高。

分渠道看：全渠道协同发力，线上业务高速增长，直营渠道逆势扩张为后续增长蓄力。1) 直营稳健、加盟调整、线上高增。2025 年直营/加盟/线上营收 27.45/10.89/4.51 亿元，同比 +6.89%/-4.44%/+71.49%，毛利率 78.66%/66.49%/76.55%，同比-2.36pct/-3.11pct/+1.92pct。线上业务受益于抖音、小红书等兴趣电商布局深化，成为公司新的业绩增长点。2) 门店结构战略性优化，直营占比持续提升，为 2026-2027 年增长储备动能。2025 年末门店总数 1400 家 (较年初净开 106 家)，其中直营 761 家 (较年初新开 158 家、关闭 41 家，净增 117 家)，加盟 639 家 (较年初新开 39 家、关闭 50 家，净减 11 家)。全年净增直营店 117 家，是近年来开店力度最大的一年，在消费疲弱期逆势抢占有利点位，为后续客流恢复和店效释放奠定渠道基础。直营门店总面积 13.22 万平方米，单店平均面积 173.70 平方米，单店平均销售金额 360.67 万元。

战略性费用前置投入，为 2026-2027 年发力积蓄势能。1) 2025 年毛利率 75.09%，维持在较高水平。期间费用率 58.62% (同比+6.23ct)，分拆销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.8%/8.5%/3.2%/0.1%，同比 +6.5pct/-0.7pct/+0.03pct/+0.4pct。销售费用有所增长 25.20%至 20.19 亿元，主要系广告宣传费 3.03 亿元 (同比+54.86%)、店铺装修装饰费 1.96 亿元 (同比+35.61%)、电商服务费 0.64 亿元 (同比+106.90%)，用于品牌升级、渠道扩张及线上业务拓展，属于战略性前置投入。我们推测 2025Q4 因重要营销活动及集中开店等费用集中确认，单季费用较高，但为 2026 年品牌势能和渠道网络跃升奠定基础。2) 2026Q1 毛利率 75.27% (同比-0.15pct)，期间费用率 43.94% (同比-0.52pct)，费用管控效果已现，2026Q1 归母净利率 25.4% (同比-0.4pct)，盈利能力企稳，验证前期投入的产出回报。

营运能力持续改善，现金流表现优异，资金储备充裕。2025 年末存货 11.52

亿元（同比+21%），库存有所上升但库龄结构健康。2025 年经营性现金流净额 6.91 亿元，净利润现金含量达 125.52%，盈利质量扎实。2026Q1 经营性现金流净额 4.23 亿元（同比+45%），现金流造血能力显著增强。

公司聚焦高端运动户外赛道，强化多品牌矩阵差异性。2025 年取得美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS 中国内地独家代理权，深化与 Snow Peak 合作，构建比音勒芬（生活/户外/高尔夫）、威尼斯、KENT&CURWEN、CERRUTI 1881、OOFOS 的多品牌布局。

盈利预测：公司在复杂的零售环境里逆势领跑，Q1 营收利润创历史新高验证战略定力。2025 年的费用前置投入为 2026-2027 年增长积蓄充足势能，我们预计 2026-2028 年归母净利润 6.58/7.35/8.21 亿元，对应 PE 为 17.57/15.72/14.08 倍。

风险提示：国内零售复苏不及预期；门店扩张不及预期；运动休闲赛道竞争加剧；多品牌整合不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,004	4,314	4,784	5,309	5,862
增长率 YoY %	13.2%	7.7%	10.9%	11.0%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	781	551	658	735	821
增长率 YoY%	-14.3%	-29.5%	19.4%	11.7%	11.7%
毛利率%	77.0%	75.1%	75.3%	75.4%	75.4%
净资产收益率ROE%	15.4%	10.2%	11.9%	12.9%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.15	1.29	1.44
市盈率 P/E(倍)	14.80	20.98	17.57	15.72	14.08
市净率 P/B(倍)	2.27	2.15	2.10	2.03	1.96

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	4,275	4,261	4,815	5,495	6,207	
货币资金	1,547	1,379	1,924	2,444	2,983	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	363	370	433	478	527	
预付账款	70	62	71	78	86	
存货	951	1,152	1,238	1,360	1,490	
其他	1,346	1,298	1,148	1,134	1,121	
非流动资产	2,927	3,372	3,065	2,746	2,419	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	730	682	717	728	720	
无形资产	994	1,005	981	956	932	
其他	1,203	1,684	1,368	1,061	768	
资产总计	7,202	7,632	7,880	8,240	8,626	
流动负债	1,714	1,744	1,809	1,933	2,061	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	188	82	66	73	77	
应付账款	249	303	329	363	400	
其他	1,276	1,359	1,415	1,497	1,584	
非流动负债	408	512	561	611	661	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	408	512	561	611	661	
负债合计	2,121	2,256	2,371	2,545	2,722	
少数股东权益	1	1	1	1	1	
归属母公司股东权益	5,080	5,375	5,508	5,695	5,903	
负债和股东权益	7,202	7,632	7,880	8,240	8,626	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,004	4,314	4,784	5,309	5,862	
同比(%)	13.2%	7.7%	10.9%	11.0%	10.4%	
归属母公司净利润	781	551	658	735	821	
同比(%)	-14.3%	-29.5%	19.4%	11.7%	11.7%	
毛利率(%)	77.0%	75.1%	75.3%	75.4%	75.4%	
ROE%	15.4%	10.2%	11.9%	12.9%	13.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.15	1.29	1.44	
P/E	14.80	20.98	17.57	15.72	14.08	
P/B	2.27	2.15	2.10	2.03	1.96	
EV/EBITDA	8.32	6.82	9.33	8.23	7.22	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,004	4,314	4,784	5,309	5,862	
营业成本	921	1,075	1,183	1,308	1,440	
营业税金及附加	36	43	43	48	53	
销售费用	1,613	2,019	2,249	2,495	2,755	
管理费用	371	368	409	466	517	
研发费用	126	138	157	170	189	
财务费用	-13	4	7	1	-7	
减值损失合计	-57	-82	-11	-11	-11	
投资净收益	7	14	5	5	6	
其他	42	55	50	55	62	
营业利润	943	654	780	870	972	
营业外收支	4	-5	3	5	5	
利润总额	947	648	783	875	977	
所得税	166	98	125	140	156	
净利润	781	551	658	735	821	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	781	551	658	735	821	
EBITDA	1,359	1,166	1,122	1,216	1,317	
EPS(当年)(元)	1.37	0.96	1.15	1.29	1.44	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	750	691	954	1,069	1,153	
净利润	781	551	658	735	821	
折旧摊销	445	538	332	340	346	
财务费用	0	2	25	27	30	
投资损失	-7	-14	-5	-5	-6	
营运资金变动	-482	-414	-49	-26	-35	
其它	14	28	-6	-2	-4	
投资活动现金流	-447	-399	-23	-23	-21	
资本支出	-557	-612	-10	-7	-5	
长期投资	0	0	-20	-21	-22	
其他	110	213	7	5	6	
筹资活动现金流	-713	-376	-500	-526	-592	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-571	-297	-516	-576	-642	
现金流净增加额	-419	-83	430	520	539	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。