

比音勒芬 (002832)

盈利有望底部修复, 高管及董事增持彰显信心

买入 (维持)

2026年06月08日

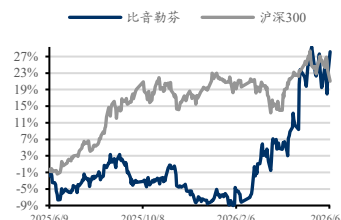
证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	4,004.46	4,313.91	4,845.73	5,370.20	5,851.23
同比 (%)	13.24	7.73	12.33	10.82	8.96
归母净利润 (百万元)	780.69	550.69	700.03	807.79	918.32
同比 (%)	-14.28	-29.46	27.12	15.39	13.68
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.37	0.96	1.23	1.42	1.61
P/E (现价&最新摊薄)	15.32	21.71	17.08	14.80	13.02

股价走势



投资要点

- **2024 年、2025 年公司营收同比增长、归母净利润同比下滑, 主要系公司逆势投入建设品牌。**2024 年公司营收 40.04 亿元/yoy+13.24%, 归母净利润 7.81 亿元/yoy-14.28%; 2025 年营收 43.14 亿元/yoy+7.73%, 归母净利 5.51 亿元/yoy-29.46%。2024 年为公司上市以来首次出现归母净利润下滑, 2025 年延续下滑趋势, 我们认为主要原因在于国内整体消费氛围较为平淡, 同时公司逆势增加投入, 使得盈利水平短期下降。一方面, 2024 年门店数 1294 家/同比+39 家, 2025 年门店数 1400 家/同比+106 家; 另一方面, 2023 年 4 月公司收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”全球商标所有权, 截至 2025 年末 K&C 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、南京德基等高端购物中心, 开设近 20 家门店。此外分别于 2023 年、2025 年获得日本户外品牌 SnowPeak 服装系列、美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS 的中国内地独家代理权, 完善品牌矩阵。
- **从盈利指标来看, 2025 年归母净利润率为历史最低水平。**1) 毛利率: 2024 年同比-1.60pct 至 77.01%, 2025 年同比-1.92pct 至 75.09%, 有所回调, 但仍处于历史较高水平; 2) 销售费用率: 2024 年同比+3.18pct 至 40.27%, 2025 年同比+6.53pct 至 46.80%, 为历史最高水平, 体现逆势投入力度较大; 3) 归母净利率: 2024 年同比-6.26pct 至 19.50%, 2025 年同比-6.73pct 至 12.77%, 为历史最低点, 2011-2018 年公司归母净利率在 14.56%~19.80%区间, 2019-2023 年则稳定在 20%以上的水平, 由此可见公司盈利水平存在较大的修复空间。
- **从存货角度看, 2025 年库存周转维持在合理水平。**截至 25 年末公司存货 11.52 亿元/yoy+21.2%, 2024、2025 年存货周转天数分别为 324、352 天, 处于 2019 年以来偏低水平, 说明公司运营情况较为稳健健康。
- **26Q1 业绩回暖, 盈利水平基本企稳。**26Q1 营收 15.22 亿元/yoy+18.36%, 归母净利润 3.86 亿元/yoy+16.54%, 毛利率 75.27%/yoy-0.15pct, 归母净利率 25.37%/yoy-0.4pct。伴随 Q1 服装消费整体回暖, 公司业绩实现显著修复, 同时基于前期费用投放逐步释放效果, 盈利水平基本企稳。
- **管理层及董事增持彰显发展信心。**公司于 2026 年 2 月 27 日、3 月 25 日分别发布增持计划公告, 控股股东之一致行动人、公司总经理谢邕 (董事长兼控股股东谢秉政之子, 2025 年 4 月起担任公司总经理)、董事申金冬分别拟以自有/自筹资金 1~2 亿元、0.5~1 亿元, 在公告发布起 6 个月内通过集中竞价方式增持公司股份。截至 2026/6/2 谢邕已累计增持 657.98 万股, 占公司总股本的 1.15%, 累计增持金额 1.1 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 经过 2024、2025 年主品牌及新品牌逆势投入, 26Q1 业绩有所回暖, 且盈利水平企稳, 结合管理层增持体现发展信心, 我们判断 26 年起公司运营有望步入恢复区间。我们预计 26-28 年归母净利润分别为 7.00/8.08/9.18 亿元, 分别同比+27.12%/+15.39%/+13.68%, 对应 PE 分别为 17/15/13X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费景气度恢复不及预期, 费用管控不及预期, 新品牌培育效果不及预期。

市场数据

收盘价(元)	20.95
一年最低/最高价	14.74/22.10
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	8,158.31
总市值(百万元)	11,956.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.04
资产负债率(%LF)	27.95
总股本(百万股)	570.71
流通 A 股(百万股)	389.42

相关研究

《比音勒芬(002832): 2024 年三季度报点评: Q3 业绩短期承压, 新品牌产品如期亮相》

2024-11-02

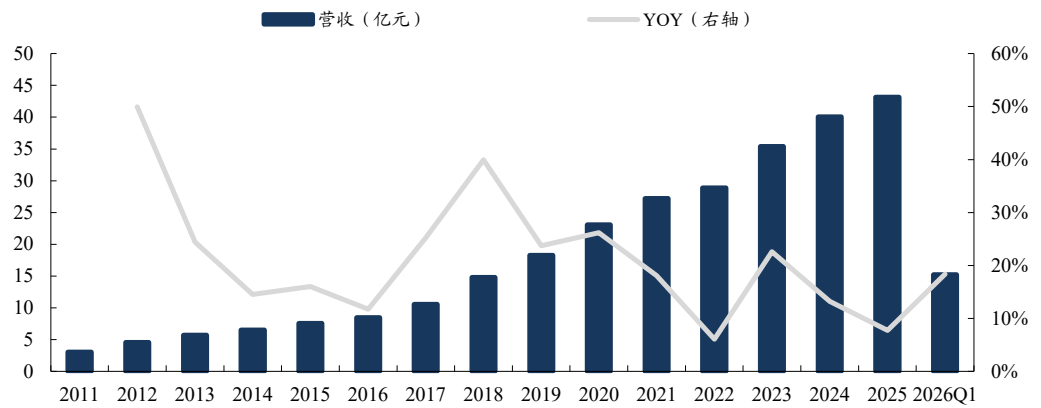
《比音勒芬(002832): 2024 年中报点评: 增长保持行业领先, 盈利水平稳中有升》

2024-09-01

1. 2024-2025 年逆势投入，26Q1 初见成效

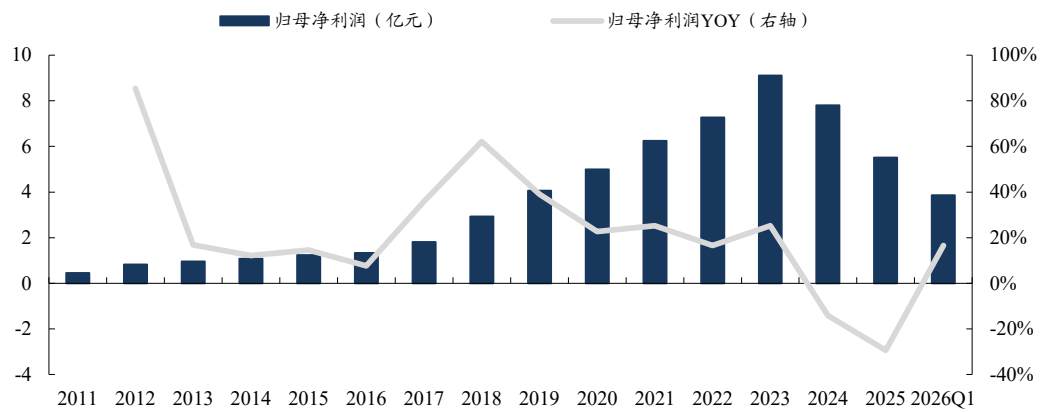
2024 年、2025 年公司营收同比增长、归母净利润同比下滑，主要系公司逆势投入建设品牌。2024 年公司营收 40.04 亿元/yoy+13.24%，归母净利润 7.81 亿元/yoy-14.28%；2025 年营收 43.14 亿元/yoy+7.73%，归母净利 5.51 亿元/yoy-29.46%。2024 年为公司上市以来首次出现归母净利润下滑，2025 年延续下滑趋势，我们认为主要原因在于国内整体消费氛围较为平淡，同时公司逆势增加投入，使得盈利水平短期下降。

图1：比音勒芬营收逐年增长，26Q1 增长较 2025 年提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024、2025 年公司归母净利润同比下滑，26Q1 恢复增长



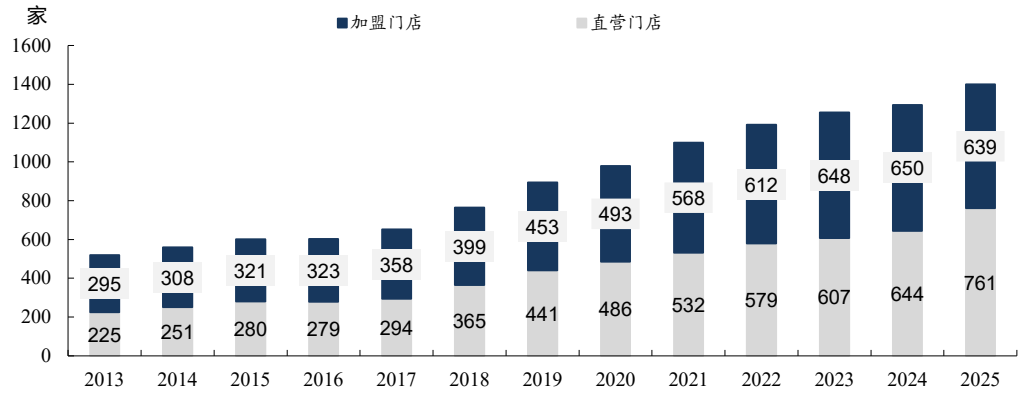
数据来源：Wind，东吴证券研究所

一方面，2024 年门店数 1294 家/同比+39 家，其中直营门店 644 家/同比+37 家；2025 年门店数 1400 家/同比+106 家，其中直营门店 761 家/同比+117 家。近两年公司开店以直营模式为主，坚定投入扩张旗下品牌业务，但在消费平淡环境下费用压力有所增加。

另一方面，2023 年 4 月公司收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&

CURWEN”全球商标所有权，截至 2025 年末 K& C 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、南京德基等高端购物中心，开设近 20 家门店。此外分别于 2023 年、2025 年获得日本户外品牌 SnowPeak 服装系列、美国专业运动恢复鞋品牌 OOFOS 的中国内地独家代理权，完善丰富品牌矩阵。

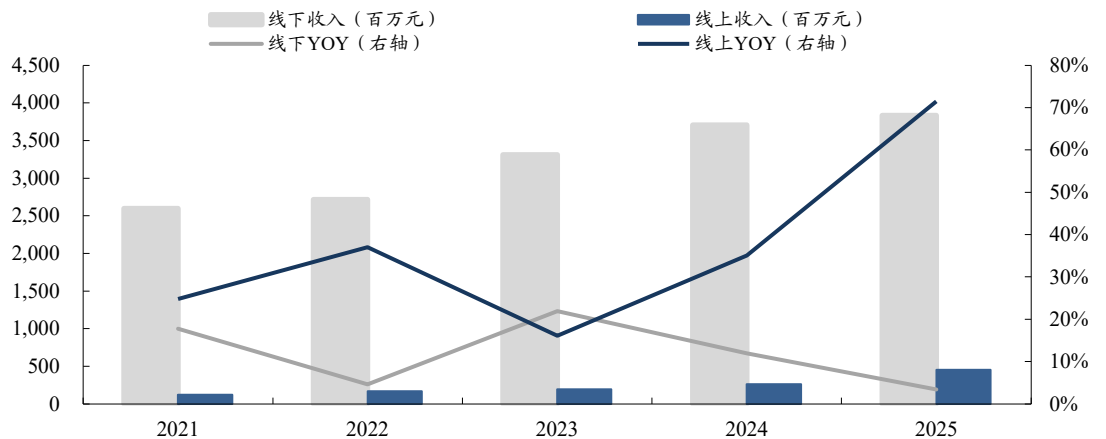
图3: 比音勒芬门店持续扩张



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从营收结构来看，公司线下渠道优势突出，同时加大发力线上。公司线下门店主要布局在高端百货、购物中心、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场等优质区位。2020 年以来加大线上渠道建设，除建立全平台销售网络外，还通过直播带货、社群营销、内容传播等方式，充分触达目标消费群体，并利用 AIGC 图片、AI 视频、数字人直播、GEO 优化等新兴技术形式，增加公司产品传播曝光量，赋能线上运营。2019-2025 年线上收入占比从 0.9%提升至 10.5%，其中 2024 年线上营收同比增长 35.0%、2025 年同比增长 71.5%，增长势头强劲。

图4: 2024-2025 年线上营收同比高增



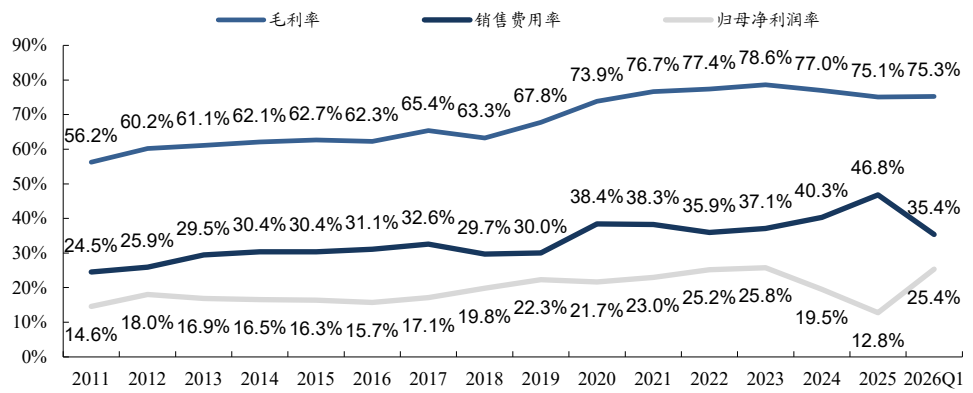
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从盈利指标来看，2025 年归母净利润率为历史最低水平。1) 毛利率：2024 年同比 -1.60pct 至 77.01%，2025 年同比 -1.92pct 至 75.09%，有所回调，但仍处于历史较高水平；

2) 销售费用率: 2024 年同比+3.18pct 至 40.27%, 2025 年同比+6.53pct 至 46.80%, 为历史最高水平, 体现逆势投入力度较大; 3) 归母净利率: 2024 年同比-6.26pct 至 19.50%, 2025 年同比-6.73pct 至 12.77%, 为历史最低点, 2011-2018 年公司归母净利率在 14.56%~19.80% 区间, 2019-2023 年则稳定在 20% 以上的水平, 由此可见公司盈利水平存在较大的修复空间。

26Q1 业绩回暖, 盈利水平基本企稳。 26Q1 营收 15.22 亿元/yoy+18.36%, 归母净利润 3.86 亿元/yoy+16.54%, 毛利率 75.27%/yoy-0.15pct, 归母净利率 25.37%/yoy-0.4pct。伴随 Q1 服装消费整体回暖, 公司业绩实现显著修复, 同时基于前期费用投放逐步释放效果, 盈利水平基本企稳。

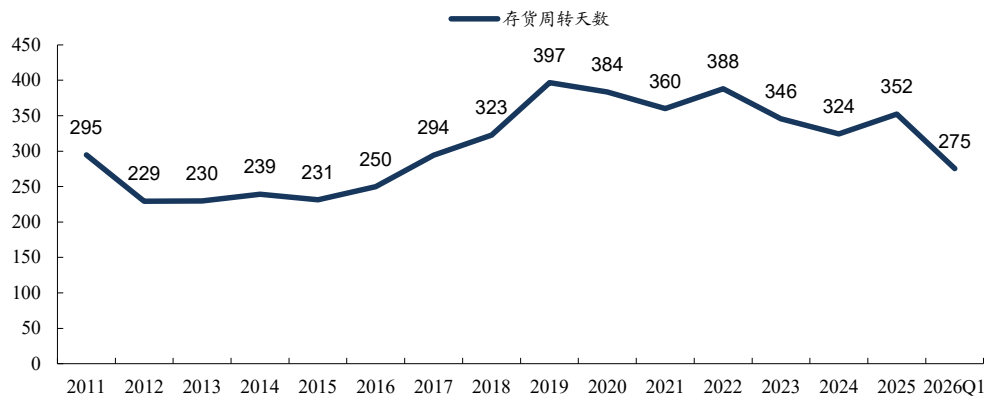
图5: 2025 年公司归母净利率为历史新低, 26Q1 有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从存货角度看, 2025 年库存周转维持在合理水平。 截至 25 年末公司存货 11.52 亿元/yoy+21.2%, 2024、2025 年存货周转天数分别为 324、352 天, 处于 2019 年以来偏低水平, 说明公司运营情况较为稳健健康。

图6: 2024 年以来公司存货周转天数维持正常水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 管理层及董事增持彰显发展信心

控股股东一致行动人兼公司总经理增持公司股份。公司于2026年2月27日发布增持计划公告,控股股东之一致行动人、公司总经理谢邕(董事长兼控股股东谢秉政之子,2025年4月起担任公司总经理)拟以自有/自筹资金1~2亿元,在公告发布起6个月内通过集中竞价方式增持公司股份,增持股份数量不超过公司总股本的2%。在本次增持前,谢邕未直接持有公司股份。截至2026/6/2,谢邕已累计增持657.98万股,占公司总股本的1.15%,累计增持金额1.1亿元。

董事增持公司股份。公司于2026年3月25日发布增持计划公告,董事申金冬拟以自有/自筹资金5000万元~1亿元,在公告发布起6个月内通过集中竞价方式增持公司股份。在本次增持前,申金冬持有公司股份1,473.9万股,占公司总股本的2.58%。

我们认为管理层及董事在这个时间点增持,一方面在于公司经过过去两年业务及股价的调整,当前可能均处在相对底部位置;另一方面也体现出管理层及董事对公司发展的长足信心。

3. 盈利预测与投资评级

经过2024、2025年主品牌及新品牌逆势投入,26Q1业绩有所回暖,且盈利水平企稳,结合管理层增持体现发展信心,我们判断26年起公司运营有望步入恢复区间。我们预计26-28年归母净利润分别为7.00/8.08/9.18亿元,分别同比+27.12%/+15.39%/+13.68%,对应PE分别为17/15/13X,维持“买入”评级。

4. 风险提示

消费景气度恢复不及预期:当前国内整体消费信心处在波动态势中,若整体消费信心恢复程度有限,可能影响公司终端销售情况。

费用管控不及预期:2024-2025年由于逆势投入建设品牌,公司销售费用率提升较多,后续业绩恢复情况依赖于费用管控效果,若费用管控不及预期也将影响公司净利润率恢复进程。

新品牌培育不及预期:2023年以来公司并购及授权了多个国际品牌,对品牌运营及管理提出一定挑战,若新品牌运营至成熟的周期较长,可能影响公司整体业绩的复苏进程。

比音勒芬三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,261	5,181	6,017	6,998	营业总收入	4,314	4,846	5,370	5,851
货币资金及交易性金融资产	1,882	2,513	3,123	3,812	营业成本(含金融类)	1,075	1,217	1,358	1,491
经营性应收款项	432	481	534	583	税金及附加	43	44	48	53
存货	1,152	1,241	1,279	1,410	销售费用	2,019	2,132	2,336	2,516
合同资产	0	0	0	0	管理费用	368	436	473	497
其他流动资产	795	946	1,081	1,194	研发费用	138	160	177	193
非流动资产	3,372	3,698	3,947	4,111	财务费用	4	-5	-8	-13
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	39	24	27	29
固定资产及使用权资产	1,451	1,672	1,950	2,068	投资净收益	14	5	5	6
在建工程	471	336	218	184	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	1,005	1,205	1,255	1,305	减值损失	-82	-60	-60	-60
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	8	2	2	2
长期待摊费用	317	357	397	427	营业利润	654	832	961	1,092
其他非流动资产	127	127	127	127	营业外净收支	-5	1	1	1
资产总计	7,632	8,879	9,964	11,109	利润总额	648	833	962	1,093
流动负债	1,744	2,092	2,249	2,356	减:所得税	98	133	154	175
短期借款及一年内到期的非流动负债	322	322	322	322	净利润	551	700	808	918
经营性应付款项	385	434	484	490	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	425	487	543	596	归属母公司净利润	551	700	808	918
其他流动负债	612	849	900	948	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	1.23	1.42	1.61
非流动负债	512	632	752	872	EBIT	628	857	978	1,101
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,166	1,421	1,368	1,568
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.09	74.88	74.71	74.52
租赁负债	472	592	712	832	归母净利率(%)	12.77	14.45	15.04	15.69
其他非流动负债	40	40	40	40	收入增长率(%)	7.73	12.33	10.82	8.96
负债合计	2,256	2,724	3,002	3,229	归母净利润增长率(%)	-29.46	27.12	15.39	13.68
归属母公司股东权益	5,375	6,154	6,962	7,880					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	5,376	6,155	6,962	7,881					
负债和股东权益	7,632	8,879	9,964	11,109					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	691	1,336	1,148	1,220	每股净资产(元)	9.42	11.00	12.47	14.14
投资活动现金流	-399	-982	-731	-721	最新发行在外股份(百万股)	571	571	571	571
筹资活动现金流	-376	178	94	89	ROIC(%)	8.97	10.87	10.91	10.86
现金净增加额	-83	531	510	589	ROE-摊薄(%)	10.25	11.38	11.60	11.65
折旧和摊销	538	564	390	466	资产负债率(%)	29.56	30.68	30.13	29.06
资本开支	-612	-847	-597	-597	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.71	17.08	14.80	13.02
营运资本变动	-414	-2	-128	-246	P/B(现价)	2.22	1.90	1.68	1.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>