

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

姜文镔 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: H1 营收利润双高增, 逆势扩张成效持续兑现

2026年8月30日

事件: 公司发布 2026 年半年度报告。2026H1 实现营收 26.01 亿元(同比+23.66%), 归母净利润 4.91 亿元(同比+18.41%), 扣非归母净利润 4.73 亿元(同比+21.20%)。其中 2026Q2 公司实现收入 10.79 亿元(同比+31.99%), 归母净利润 1.04 亿元(同比+25.92%), 扣非归母净利润 9557 万元(同比+36.35%), 二季度收入增速较 Q1 显著提速, 利润率维持优秀水平。

点评: Q2 环比大幅加速, 全年业绩高确定性。 在外部消费环境仍具挑战的背景下, 公司上半年营收利润均实现双位数高增, 且 Q2 单季营收/归母净利润/扣非净利润增速分别达 32.0%/25.9%/36.4%, 较 Q1 (18.4%/16.5%/17.9%) 显著提速, 验证前期渠道扩张与品牌投入的产出效应持续释放, 逆势扩张成效显现。

分产品看, 上装与外套表现亮眼, 户外品类高增。 上半年上装类营收 14.69 亿元(同比+31.92%), 毛利率 80.97% (+1.06pct), T 恤及 Polo 核心品类优势巩固; 外套类营收 4.84 亿元(同比+56.75%), 毛利率 74.95% (+1.83pct), 受益于"轻户外"趋势及比音勒芬户外系列发力; 下装类营收 4.18 亿元(同比-8.20%), 推测该品类结构有所调整。

全渠道协同发力, 线上爆发式增长, 直营逆势扩张。 1) 线上渠道实现营收 4.33 亿元(同比+101.93%), 毛利率 79.61% (+1.74pct), 抖音、天猫等多平台矩阵深化, 延续爆发态势。2) 直营渠道营收 16.65 亿元(同比+17.89%), 毛利率 76.95% (-0.95pct); 加盟渠道营收 4.88 亿元(同比+5.33%)。3) 门店网络持续优化, 报告期末终端门店达 1,428 家(直营 783 家/加盟 645 家), 上半年净增门店 28 家, 直营门店总面积 14.1 万平方米, 单店平均销售 212.64 万元, 渠道规模与质量同步提升。

费用管控与规模效应叠加, 盈利能力维持优秀。 上半年毛利率 75.88% (同比基本持平), 分渠道看线上渠道毛利率提升显著。期间费用率整体优化且体现出收入超预期带来的正经营杠杆效应: 销售费用率 41.67% (同比+0.25pct), 管理费用率 6.95% (同比-0.98pct), 管理费用优化明显, 财务费用率 0.27% (同比+0.32pct), 本期利息收入及汇兑收益减少。上半年归母净利率 18.86%, 扣非归母净利率 18.19%, 整体盈利能力维持优秀水平。

营运质量优异, 现金流充沛。 上半年经营性现金流净额 5.22 亿元, 同比+55.43%, 高于净利润增速, 销售回款能力强劲。期末存货 13.04 亿元(同比+25.44%), 库龄结构健康。

多品牌矩阵与高端户外战略持续推进。 上半年公司成功举办首届"5·16T 恤节", T 恤、Polo 品类单日销售破亿, 品牌 IP 心智强化; 6 月与 Snow Peak

达成中国核心战略合作，主导日本线服饰、露营装备及韩国线服饰等核心板块经营，高端户外版图再下一城。KENT&CURWEN 迎来百年庆典并发布剑桥大学联名系列，CERRUTI 1881、OOFOS 等品牌运营稳步推进，集团化多品牌运作能力持续验证。

盈利预测：公司作为高端运动户外服饰龙头，上半年业绩逆势高增，Q2 环比显著提速，多品牌矩阵与全渠道战略成效持续兑现。我们上调 2026-2028 年归母净利润预测至 7.46/9.22/10.36 亿元，对应 PE 分别约为 18.73/15.14/13.48 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	5,340	6,342	7,074
增长率 YoY %	13.2%	7.7%	23.8%	18.8%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	781	551	746	922	1,036
增长率 YoY%	-14.3%	-29.5%	35.4%	23.7%	12.3%
毛利率%	77.0%	75.1%	75.5%	75.7%	75.7%
净资产收益率ROE%	15.4%	10.2%	13.5%	16.0%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.31	1.62	1.82
市盈率 P/E(倍)	17.89	25.36	18.73	15.14	13.48
市净率 P/B(倍)	2.75	2.60	2.53	2.43	2.32

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 8 月 28 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	4,957	5,797	6,606
货币资金	1,547	1,379	1,862	2,364	2,931
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	363	370	483	571	636
预付账款	70	62	78	92	103
存货	951	1,152	1,370	1,607	1,781
其他	1,346	1,298	1,163	1,162	1,155
非流动资产	2,927	3,372	3,061	2,742	2,415
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	1,364	1,058	764
资产总计	7,202	7,632	8,018	8,539	9,022
流动负债	1,714	1,744	1,936	2,172	2,342
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	188	82	73	86	92
应付账款	249	303	363	428	477
其他	1,276	1,359	1,500	1,658	1,773
非流动负债	408	512	560	610	660
长期借款	0	0	0	0	0
其他	408	512	560	610	660
负债合计	2,121	2,256	2,496	2,782	3,002
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属母公司股东权益	5,080	5,375	5,522	5,756	6,019
负债和股东权益	7,202	7,632	8,018	8,539	9,022

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	5,340	6,342	7,074
同比(%)	13.2%	7.7%	23.8%	18.8%	11.5%
归属母公司净利润	781	551	746	922	1,036
同比(%)	-14.3%	-29.5%	35.4%	23.7%	12.3%
毛利率(%)	77.0%	75.1%	75.5%	75.7%	75.7%
ROE%	15.4%	10.2%	13.5%	16.0%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.31	1.62	1.82
P/E	17.89	25.36	18.73	15.14	13.48
P/B	2.75	2.60	2.53	2.43	2.32
EV/EBITDA	8.32	6.82	10.55	8.67	7.60

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	5,340	6,342	7,074
营业成本	921	1,075	1,308	1,541	1,716
营业税金及附加	36	43	48	57	64
销售费用	1,613	2,019	2,510	2,949	3,289
管理费用	371	368	457	557	624
研发费用	126	138	175	204	228
财务费用	-13	4	7	2	-5
减值损失合计	-57	-82	-11	-11	-11
投资净收益	7	14	5	6	7
其他	42	55	56	66	75
营业利润	943	654	885	1,093	1,228
营业外收支	4	-5	3	5	5
利润总额	947	648	888	1,098	1,233
所得税	166	98	142	176	197
净利润	781	551	746	922	1,036
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	781	551	746	922	1,036
EBITDA	1,359	1,166	1,227	1,440	1,574
EPS (当年)(元)	1.37	0.96	1.31	1.62	1.82

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	970	1,189	1,338
净利润	781	551	746	922	1,036
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	-6	-7
营运资金变动	-482	-414	-123	-91	-61
其它	14	28	-3	-3	-6
投资活动现金流	-447	-399	-22	-21	-18
资本支出	-557	-612	-9	-6	-3
长期投资	0	0	-20	-21	-22
其他	110	213	7	6	7
筹资活动现金流	-713	-376	-581	-665	-753
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	-581	-715	-803
现金流净增加额	-419	-83	367	503	567

研究团队简介

姜文镹，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部分不曾与，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。