

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

姜文镒 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: Q3 收入利润加速增长, 经营质量持续提升

2026 年 10 月 22 日

事件: 公司发布 2026 年三季报。26Q1-3 实现营收 40.77 亿元 (同比+27.36%), 归母净利润 7.47 亿元 (同比+20.51%), 扣非净利润 7.35 亿元 (同比+27.15%); 其中 26Q3 单季实现营收 14.76 亿元 (同比+34.44%), 归母净利润 2.56 亿元 (同比+24.72%), 扣非净利润 2.62 亿元 (同比+39.53%), 利润增长较上半年继续加速。

点评: 收入逐季加速, 逆势扩张战略持续兑现。分季度看, 26Q1/Q2/Q3 收入增速分别为+18.4%/+32.0%/+34.4%, 增长趋势逐季向上, 验证 2025 年以来逆势开店、品牌投入前置战略的产出效应持续释放。我们推测分渠道看, 直营扩张与线上高增双轮驱动: 2025 年公司逆势净增直营店 117 家、抢占有利点位, 为店效释放奠定渠道基础; 线上渠道延续高速增长, 26H1 电商收入 4.33 亿元 (同比+101.9%), 线上渗透率提升至 16.6%, 抖音、小红书等兴趣电商布局成效显著。

主品牌势能持续攀升, 多品牌矩阵成型, 构筑第二增长曲线。主品牌比音勒芬方面。其他品牌成长性突出, 第二曲线得到验证: 威尼斯聚焦路亚等年轻人户外出游场景, KENT&CURWEN 具备纯正英伦学院风基因, CERRUTI 1881 为拥有意大利血统的法国奢侈品牌, OOFOS 为全球运动恢复鞋领导品牌。2026 年 6 月, 公司与 Snow Peak, Inc.、GAMSUNG 正式达成战略合作, 成为 Snow Peak 中国核心战略合作伙伴, 主导其在华营销、销售与分销, 获得日本线服饰、露营装备、咖啡及韩国线服饰等日韩双线经营权, 高端户外布局再添重磅砝码。

盈利能力: 费用效率提升显著, 扣非净利率同比提升。1) 单三季度看: 26Q3 毛利率 73.52%, 同比微降仍处于较高水平; 期间费用率 50.78% (同比-2.08pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.76%/6.69%/3.07%/0.26%, 销售费用率同比-2.08pct、优化明显, 前期费用前置投入进入收获期; 归母净利率 17.35% (同比-1.35pct), 扣非归母净利率 17.72% (同比+0.64pct), 归母增速低于扣非主要系营业外支出增加拖累表观利润, 主业盈利质量实际改善。2) 前三季度看: 26Q1-3 毛利率 75.03% (同比-0.6pct), 期间费用率 51.54% (同比-1.03pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.34%/6.86%/3.08%/0.26%, 销售费用率、管理费用率同比-0.53/-0.73pct; 归母净利率 18.31% (同比-1.04pct), 扣非归母净利率 18.02% (同比基本持平)。

现金流表现优异, 营运指标健康。26Q1-3 经营性现金流净额 9.16 亿元 (同比+90.3%), 显著高于净利润规模, 盈利含金量高。2026Q3 期末存货 15.34 亿元 (同比+36.0%), 主要系销售规模增长带动备货增加; 合同负债 5.26 亿元 (同比+109.7%), 反映加盟商打款积极、渠道信心充足。

盈利预测：公司收入端逐季加速验证战略定力，费用管控成效释放带动扣非利润率回升，前期投入产出逻辑持续兑现。我们预计 2026-2028 年归母净利润为 8.09/10.08/11.52 亿元，当前市值对应 PE 为 18.78/15.06/13.18 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	5,488	6,511	7,520
增长率 YoY %	13.2%	7.7%	27.2%	18.7%	15.5%
归属母公司净利润 (百万元)	781	551	809	1,008	1,152
增长率 YoY%	-14.3%	-29.5%	46.8%	24.7%	14.3%
毛利率%	77.0%	75.1%	75.6%	75.7%	75.8%
净资产收益率ROE%	15.4%	10.2%	14.6%	17.4%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.42	1.77	2.02
市盈率 P/E(倍)	19.45	27.57	18.78	15.06	13.18
市净率 P/B(倍)	2.99	2.82	2.75	2.63	2.50

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 10 月 21 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	4,997	5,864	6,768
货币资金	1,547	1,379	1,847	2,368	2,926
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	363	370	497	587	676
预付账款	70	62	80	95	109
存货	951	1,152	1,405	1,647	1,889
其他	1,346	1,298	1,168	1,167	1,167
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	8,062	8,609	9,187
流动负债	1,714	1,744	1,977	2,219	2,454
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	188	82	74	88	98
应付账款	249	303	372	439	505
其他	1,276	1,359	1,530	1,692	1,851
非流动负债	408	512	559	609	659
长期借款	0	0	0	0	0
其他	408	512	559	609	659
负债合计	2,121	2,256	2,536	2,827	3,113
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属母公司股东权益	5,080	5,375	5,525	5,781	6,073
负债和股东权益	7,202	7,632	8,062	8,609	9,187

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	5,488	6,511	7,520
同比(%)	13.2%	7.7%	27.2%	18.7%	15.5%
归属母公司净利润	781	551	809	1,008	1,152
同比(%)	-14.3%	-29.5%	46.8%	24.7%	14.3%
毛利率(%)	77.0%	75.1%	75.6%	75.7%	75.8%
ROE%	15.4%	10.2%	14.6%	17.4%	19.0%
EPS(摊薄)(元)	1.37	0.96	1.42	1.77	2.02
P/E	19.45	27.57	18.78	15.06	13.18
P/B	2.99	2.82	2.75	2.63	2.50
EV/EBITDA	8.32	6.82	10.89	8.89	7.71

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	5,488	6,511	7,520
营业成本	921	1,075	1,341	1,579	1,818
营业税金及附加	36	43	50	58	68
销售费用	1,613	2,019	2,527	2,989	3,452
管理费用	371	368	469	540	651
研发费用	126	138	186	211	246
财务费用	-13	4	7	3	-5
减值损失合计	-57	-82	-11	-11	-11
投资净收益	7	14	5	7	8
其他	42	55	58	68	80
营业利润	943	654	960	1,195	1,366
营业外收支	4	-5	3	5	5
利润总额	947	648	963	1,200	1,372
所得税	166	98	154	192	219
净利润	781	551	809	1,008	1,152
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	781	551	809	1,008	1,152
EBITDA	1,359	1,166	1,302	1,542	1,713
EPS(当年)(元)	1.37	0.96	1.42	1.77	2.02

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	1,012	1,271	1,414
净利润	781	551	809	1,008	1,152
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	-7	-8
营运资金变动	-482	-414	-143	-94	-100
其它	14	28	-5	-3	-6
投资活动现金流	-447	-399	-24	-20	-17
资本支出	-557	-612	-9	-6	-3
长期投资	0	0	-20	-21	-22
其他	110	213	5	7	8
筹资活动现金流	-713	-376	-634	-729	-840
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	-628	-779	-890
现金流净增加额	-419	-83	352	522	558

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。