

比音勒芬 (002832.SZ)

主品牌订货会推进顺利，新品牌坚持孵化推广

主品牌：新品订货会估计顺利召开，重视产品矩阵与品牌建设。1) 产品：坚持升级产品品质，强调优势品类并打造爆款产品，持续重视户外和学院风格产品（例如：丰富运动系列 SKU，推出哈佛联名高尔夫系列产品），同时在功能性面料的基础上升级推新（例如：迭代冷感/抗菌/轻量/云感等科技面料产品系列）。2) 营销方面，匹配品牌年轻化、高端化的理念进行营销相关动作，代言人丁禹兮同款产品获得消费者欢迎。

副品牌：持续孵化，加强推广，为长期发展打开空间。公司目前已经形成差异化的品牌阶梯矩阵，建设完善管理架构并坚持前期营销与推广投入（我们判断 2025 年营销相关费用预计同比合理增长），其中 KENT & CURWEN、CERRUTI 1881 新品在 2024 年秋冬相继亮相，威尼斯发力徒步、露营等社群运营，为长期发展打开想象空间。

店数保持稳健扩张，2025 年期待全渠道健康增长。2024H1 电商/直营/加盟/其他渠道收入分别 1.25/12.77/5.17/0.17 亿元，同比分别+35%/+2%/+57%/+31%，我们判断各渠道表现仍领先行业水平。1) 线下：店铺数量预计稳健增加（我们估计 2025 年门店有望新开 100 家左右），高线加密、低线下沉共同驱动业务增长。2024H1 期末门店 1263 家（较年初净增+8 家，同比净增 70 家），其中直营 609 家/加盟 654 家。①店效：公司客群粘性高、销售人员激励机制完善，同时品牌力、产品力、渠道形象持续升级，我们判断有望带动 2025 年店铺质量稳健提升。2) 电商：公司通过电商平台精准匹配客群流量并引流线下，发挥高粘性、高复购率的品牌优势，我们判断目前公司线上占比较低、后续预计持续提升。

账上现金优渥，库存健康可控。1) 现金流管理正常，公司账上现金充足，为业务经营活动打下坚实基础，2024Q1~Q3 经营性现金流量净额 6.5 亿元，约为同期归母净利润的 0.9 倍。2) 公司合理布局奥莱渠道，由于男装产品适销时间相对较长，我们判断目前公司库存整体可控。2024Q1~Q3 公司计提资产减值损失 0.19 亿元（占收入比例为 0.65%，同比下降 1.34pct），存货周转天数+7.7 天至 304.5 天，期末存货同比+28.2%至 8.9 亿元。

2024 年利润以平稳为主，期待 2025 年健康增长。1) 此前公司发布三季报，2024Q1~Q3 公司收入为 30.0 亿元，同比+7%；归母净利润为 7.6 亿元，同比+1%；扣非归母净利润为 7.3 亿元，同比+1%，我们判断整体经营表现依然好于行业。2) 2024Q4 以来我们估计公司主品牌流水表现环比 Q3 改善，同时考虑新品牌投入费用情况，我们综合预计 2024Q4 公司收入及业绩均有望同比平稳。3) 全年来看，估计 2024 年公司收入有望稳健增长中高个位数/归母净利润同比估计持平左右；2025 年渠道数量持续扩张有望带动业务规模继续增长，预计带动 2025 年收入增长 10%左右/利润同比增长 15%左右。

投资建议。主品牌卡位运动时尚优质赛道，其他品牌为长期发展上拓天花板。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 9.2/10.6/12.1 亿元，对应 2024 年 PE 为 11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；新品牌孵化效果不达预期；运动时尚景气度回落。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,885	3,536	3,771	4,165	4,587
增长率 yoy (%)	6.1	22.6	6.7	10.4	10.1
归母净利润（百万元）	728	911	919	1,060	1,213
增长率 yoy (%)	16.5	25.2	0.9	15.3	14.5
EPS 最新摊薄（元/股）	1.27	1.60	1.61	1.86	2.13
净资产收益率 (%)	17.6	18.6	17.5	18.5	19.0
P/E（倍）	14.4	11.5	11.4	9.9	8.6
P/B（倍）	2.5	2.1	2.0	1.8	1.6

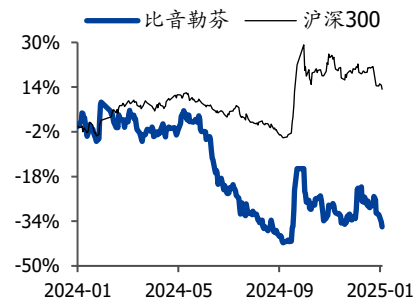
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 01 月 10 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
01 月 10 日收盘价（元）	18.30
总市值（百万元）	10,443.94
总股本（百万股）	570.71
其中自由流通股 (%)	68.23
30 日日均成交量（百万股）	14.95

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ)：新品牌培育持续推进，期待中长期业绩稳健成长》 2024-10-31
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：2024Q2 扣非利润同增 16%，卓越业绩领跑行业》 2024-08-31
- 《比音勒芬 (002832.SZ)：主品牌稳健成长，新品牌蓄势待发，业绩有望持续领先行业》 2024-07-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4124	4327	4398	4894	5335
现金	1145	2160	2133	2474	2799
应收票据及应收账款	253	324	291	388	360
其他应收款	72	89	83	107	102
预付账款	28	38	33	45	41
存货	746	708	850	871	1026
其他流动资产	1881	1008	1008	1008	1008
非流动资产	1455	2400	2450	2610	2808
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	462	581	587	614	645
无形资产	129	1077	1186	1318	1477
其他非流动资产	864	742	677	679	686
资产总计	5579	6728	6848	7504	8143
流动负债	1266	1546	1306	1431	1413
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	231	260	267	315	326
其他流动负债	1034	1287	1040	1116	1087
非流动负债	182	284	295	338	353
长期借款	0	0	12	55	69
其他非流动负债	182	284	284	284	284
负债合计	1447	1830	1602	1769	1765
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	571	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894	894
留存收益	2624	3400	3743	4139	4592
归属母公司股东权益	4130	4897	5245	5734	6377
负债和股东权益	5579	6728	6848	7504	8143

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	942	1296	939	1113	1181
净利润	728	911	919	1060	1213
折旧摊销	113	154	193	139	157
财务费用	-8	-28	-25	-24	-29
投资损失	-39	-20	-20	-20	-20
营运资金变动	-174	-45	-129	-42	-141
其他经营现金流	323	323	0	0	0
投资活动现金流	-683	-1124	-223	-280	-335
资本支出	499	899	49	160	198
长期投资	0	2	0	0	0
其他投资现金流	-184	-223	-173	-120	-137
筹资活动现金流	-218	-255	-743	-492	-520
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-285	0	12	43	14
普通股增加	20	0	0	0	0
资本公积增加	293	0	0	0	0
其他筹资现金流	-247	-255	-755	-535	-535
现金净增加额	41	-88	-27	341	325

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2885	3536	3771	4165	4587
营业成本	652	756	811	896	987
营业税金及附加	25	33	31	37	40
营业费用	1036	1312	1399	1511	1632
管理费用	196	277	371	381	397
研发费用	100	124	123	136	150
财务费用	-8	-28	-25	-24	-29
资产减值损失	-99	-61	30	33	37
其他收益	23	43	20	20	20
公允价值变动收益	5	2	0	0	0
投资净收益	39	20	20	20	20
资产处置收益	2	6	0	0	0
营业利润	855	1063	1070	1235	1412
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	3	7	4	5	5
利润总额	856	1059	1069	1232	1410
所得税	128	148	149	172	197
净利润	728	911	919	1060	1213
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	728	911	919	1060	1213
EBITDA	934	1148	1197	1303	1491
EPS (元)	1.27	1.60	1.61	1.86	2.13

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	22.6	6.7	10.4	10.1
营业利润(%)	15.9	24.2	0.7	15.4	14.4
归属于母公司净利润(%)	16.5	25.2	0.9	15.3	14.5
获利能力					
毛利率(%)	77.4	78.6	78.5	78.5	78.5
净利率(%)	25.2	25.8	24.4	25.4	26.5
ROE(%)	17.6	18.6	17.5	18.5	19.0
ROIC(%)	15.5	15.9	15.6	16.5	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	25.9	27.2	23.4	23.6	21.7
净负债比率(%)	-18.7	-34.0	-35.0	-37.0	-38.0
流动比率	3.3	2.8	3.4	3.4	3.8
速动比率	2.3	2.2	2.5	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	10.8	12.3	12.3	12.3	12.3
应付账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.60	1.61	1.86	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.27	1.65	1.95	2.07
每股净资产(最新摊薄)	7.24	8.58	9.19	10.05	11.17
估值比率					
P/E	14.4	11.5	11.4	9.9	8.6
P/B	2.5	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.9	7.0	6.5	5.8	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 10 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com