

公司研究

收入保持稳健增长、利润现下滑，期待多品牌继续协同发力

——比音勒芬（002832.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：16.52 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.71
总市值(亿元):	94.28
一年最低/最高(元):	16.10/30.77
近 3 月换手率:	79.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.67	-10.94	-46.28
绝对	-10.56	-11.47	-42.11

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩表现走弱，期待冬装销售旺季表现——比音勒芬（002832.SZ）2024 年三季报点评（2024-11-01）

要点

24 年收入/归母净利润同比+13.2%/-14.3%，25Q1 同比+1.4%/-8.5%

比音勒芬发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 40.0 亿元，同比增长 13.2%，归母净利润 7.8 亿元，同比下滑 14.3%，扣非净利润 7.4 亿元，同比下滑 14.2%，EPS（基本）为 1.37 元，拟每股派发现金红利 0.5 元（含税）。

24 年公司归母净利率同比下降 6.3PCT 至 19.5%，收入增长而归母净利润下滑主要为费用率提升、毛利率下降所致。分季度来看，24Q1~Q4 公司单季度收入同比+17.6%/+10.5%/-4.4%/+35.7%，归母净利润同比+20.4%/+1.7%/-17.3%/-87.9%。

一季报方面，25Q1 公司实现收入 12.9 亿元，同比增长 1.4%，归母净利润 3.3 亿元、同比下滑 8.5%，归母净利率同比下降 2.8PCT 至 25.8%，利润下降主要系费用率提升所致。

24 年直营/加盟/线上收入同比+7%/+24%/+35%，总门店数同比+3%保持扩张

分渠道来看，公司直营/加盟/线上/其他 24 年收入占比分别为 64.1%/28.5%/6.6%/0.9%，收入分别同比+7.2%/+24.1%/+35.0%/+19.9%。

线下门店方面，截至 24 年末，公司总门店数为 1294 家（新开 156 家、净开 39 家，净变化比例为+3.1%），其中直营店共计 644 家（净开 37 家，净变化比例为+6.1%），加盟店共计 650 家（净开 2 家，净变化比例为+0.3%），推算单店店效分别同比+1.1%/+23.8%；再按面积×坪效拆分，24 年公司直营/加盟门店总面积分别同比+17.3%/+4.1%，推算坪效分别同比-13.8%/+18.9%。

毛利率下降、费用率提升，经营净现金流减少

毛利率：24 年毛利率同比下降 1.6PCT 至 77.0%。分渠道来看，24 年直营/加盟/线上/其他渠道毛利率分别为 81.0%/69.6%/74.6%/41.4%，分别同比-2.1/-0.7/+4.0/+20.6PCT。分季度来看，24Q1~25Q1 单季度毛利率分别同比+0.3/+1.6/-2.0/-7.4/-0.6PCT。

费用率：24 年期间费用率同比提升 4.7PCT 至 52.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.3%/9.3%/3.2%/-0.3%，分别同比+3.2/+1.4/-0.4/+0.5PCT，销售费用率提升较多主要系公司加大品牌推广力度所致。分季度来看，24Q1~25Q1 单季度期间费用率分别同比+0.9/+0.7/+5.7/+6.8/+3.1PCT，其中 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.8/+0.2/-0.1/+1.2PCT。

其他财务指标：1) 存货 24 年末同比增加 34.3%至 9.5 亿元，25 年 3 月末较年初减少 0.1%，同比增加 47.2%，存货周转天数 24 年/25Q1 分别为 324/271 天，同比-22/+70 天。2) 应收账款 24 年末同比增加 11.9%至 3.6 亿元，25 年 3 月末较年初减少 6.5%，同比减少 18.1%，应收账款周转天数 24 年/25Q1 分别为 31/25 天，同比+2/-2 天。3) 经营净现金流 24 年为 7.5 亿元，同比减少 42.1%；25Q1 为 2.9 亿元，同比减少 46.3%。

收入保持增长而利润下滑，期待多品牌继续协同发力

24 年及 25Q1 公司加大品牌投入，收入保持增长的同时费用率有所提升，从而导致利润端呈同比下滑。我们期待公司保持门店扩张趋势、多品牌拓展协同发力，主品牌保持稳健扩张同时小品牌培育投入将继续、预计利润增速将慢于收入端。考虑到终端需求存不确定性，我们下调公司 25~26 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 26%/28%），新增 27 年盈利预测，对应 25~27 年归母净利润分别为 7.89/8.63/9.41 亿，EPS 分别为 1.38/1.51/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍，公司主品牌定位景气度较高的高尔夫运动时尚赛道，旗下多品牌正在积极培育中，维持“买入”评级。

风险提示：终端消费疲软；费用管控不当；存货积压；主品牌或小品牌门店拓展不及预期；行业竞争加剧；并购整合不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,536	4,004	4,341	4,768	5,206
营业收入增长率	22.58%	13.24%	8.40%	9.84%	9.18%
净利润（百万元）	911	781	789	863	941
净利润增长率	25.17%	-14.28%	1.12%	9.32%	9.07%
EPS（元）	1.60	1.37	1.38	1.51	1.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.60%	15.37%	14.14%	14.01%	13.87%
P/E	10	12	12	11	10
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,536	4,004	4,341	4,768	5,206
营业成本	756	921	1,015	1,108	1,201
折旧和摊销	85	111	117	130	142
税金及附加	33	36	39	43	46
销售费用	1,312	1,613	1,800	1,992	2,193
管理费用	277	371	402	442	482
研发费用	124	126	136	149	161
财务费用	-28	-13	-16	-24	-34
投资收益	20	7	7	7	7
营业利润	1,063	943	957	1,047	1,142
利润总额	1,059	947	957	1,047	1,142
所得税	148	166	168	184	200
净利润	911	781	789	863	941
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	911	781	789	863	941
EPS(元)	1.60	1.37	1.38	1.51	1.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,296	750	865	968	1,009
净利润	911	781	789	863	941
折旧摊销	85	111	117	130	142
净营运资金增加	-91	488	142	152	195
其他	391	-629	-184	-177	-269
投资活动产生现金流	-1,124	-447	-208	-208	-208
净资本支出	-784	-557	-210	-210	-210
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-341	110	2	2	2
融资活动现金流	-255	-713	-269	-265	-282
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	10	49	0	0	0
无息负债变化	372	243	45	95	96
净现金流	-88	-419	387	495	520

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	78.6%	77.0%	76.6%	76.8%	76.9%
EBITDA 率	36.5%	30.7%	26.8%	26.7%	26.5%
EBIT 率	32.2%	25.7%	24.1%	23.9%	23.8%
税前净利润率	29.9%	23.6%	22.1%	22.0%	21.9%
归母净利润率	25.8%	19.5%	18.2%	18.1%	18.1%
ROA	13.5%	10.8%	10.2%	10.2%	10.3%
ROE (摊薄)	18.6%	15.4%	14.1%	14.0%	13.9%
经营性 ROIC	27.9%	19.2%	18.5%	19.3%	19.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	27%	29%	28%	27%	26%
流动比率	2.80	2.49	2.69	2.86	3.05
速动比率	2.34	1.94	2.13	2.32	2.48
归母权益/有息债务	23.11	19.51	21.44	23.65	26.05
有形资产/有息债务	25.52	22.57	24.77	27.42	30.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,728	7,202	7,751	8,420	9,142
货币资金	2,160	1,547	1,934	2,429	2,948
交易性金融资产	772	905	905	905	905
应收账款	324	363	392	430	445
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	89	104	103	113	124
存货	708	951	980	1,009	1,102
其他流动资产	274	406	407	414	420
流动资产合计	4,327	4,275	4,721	5,300	5,945
其他权益工具	10	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	581	730	887	1,023	1,140
在建工程	3	242	211	188	171
无形资产	1,077	994	971	948	926
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	729	950	950	949	949
非流动资产合计	2,400	2,927	3,029	3,119	3,197
总负债	1,830	2,121	2,166	2,261	2,357
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	214	249	274	277	324
应付票据	46	188	203	222	240
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,287	1,276	1,281	1,354	1,385
流动负债合计	1,546	1,714	1,758	1,853	1,949
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	284	408	408	408	408
非流动负债合计	284	408	408	408	408
股东权益	4,898	5,081	5,585	6,159	6,785
股本	571	571	571	571	571
公积金	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
未分配利润	3,114	3,324	3,828	4,403	5,028
归属母公司权益	4,897	5,080	5,584	6,158	6,784
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	37.09%	40.27%	41.47%	41.77%	42.12%
管理费用率	7.85%	9.27%	9.27%	9.26%	9.25%
财务费用率	-0.78%	-0.31%	-0.37%	-0.50%	-0.65%
研发费用率	3.51%	3.16%	3.14%	3.12%	3.10%
所得税率	14%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.00	0.50	0.51	0.55	0.60
每股经营现金流	2.27	1.31	1.52	1.70	1.77
每股净资产	8.58	8.90	9.78	10.79	11.89
每股销售收入	6.20	7.02	7.61	8.35	9.12

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	10	12	12	11	10
PB	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.6	7.7	7.3	6.4	5.7
股息率	6.1%	3.0%	3.1%	3.3%	3.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP