

比音勒芬(002832)

报告日期: 2025 年 04 月 29 日

收入增长领跑，积极投入蓄力中期成长

——比音勒芬点评报告

投资要点

- 公司发布 24 年报和 25 年一季报，收入增长表现仍然领跑行业，新品牌积极投入蓄力。** 24 年实现收入 40.0 亿元，同比+13.2%，归母净利润 7.8 亿元，同比-14.3%；25Q1 实现收入 12.9 亿元，同比+1.4%，归母净利润 3.3 亿元，同比-8.5%。24 年收入领跑体现运动时尚龙头韧性，主要来自线上和加盟渠道增长较快，利润下滑主要来自渠道逆势拓展和 KC 品牌投入，2024 年为 KC 品牌收购后业务启动元年，公司积极布局新品牌发展为未来持续发展注入动力。
- 电商和加盟增速领跑，直营 24H2 显著提速**
 分渠道来看，24 年直营收入同比+7.2%至 25.7 亿元，其中 24H1、24H2 分别同比+2.4%、12.4%至 12.8、12.9 亿元，下半年显著提速，24 年直营毛利率同比-2.1pct 至 81.0%，全年门店净开 37 家至 644 家，逆势门店拓展彰显长期发展信心。24 年加盟收入同比+24.1%至 11.4 亿元，其中 24H1、24H2 分别同比+56.5%、6.0%至 5.2、6.2 亿元，24H2 受零售环境走弱和暖冬影响经销商拿货积极性有所降低，24 年加盟毛利率同比-0.7pct 至 69.6%，全年门店净开 2 家至 650 家。24 年线上收入同比+35.0%至 2.6 亿元，其中 24H1、24H2 分别同比+35.5%、35.5%至 1.2、1.4 亿元，24 年线上毛利率同比+4.0%至 74.6%，电商收入快速增长的同时毛利率提升，线上逆势实现高质量增长。
- 费用投放显著增加，为中长期发展持续蓄力**
 24 年毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-1.6pp、+3.2pp、+1.4pp、-0.4pp、+0.5pp 至 77.0%、40.3%、9.3%、3.2%、-0.3%，25Q1 毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.6pp、+1.8pp、+0.2pp、-0.1pp、+1.2pp 至 75.4%、34.8%、6.3%、3.1%、0.2%，预计毛利率有所下滑主要系零售环境走弱，销售费用率提升较大主要系新品牌 KC 投放和比音勒芬品牌年轻化品宣投入有关，以及公司在零售疲软期逆势门店拓展，有望在零售环境好转时催化业绩弹性，费用投放增加致使 24 年以及 25Q1 净利率分别同比-6.3pct、-2.8pct 至 19.5%、25.8%。
 24 年末存货同比+34.3%至 9.5 亿元，库存周转天数同比+22 天至 324 天，受零售环境疲软和暖冬影响库存周转有所减慢，同时受净利润下滑致使 24 年经营性现金流量净额同比-42.1%至 7.5 亿元。
- 新任总经理履职，期待后续锐意进取**
 公司原总经理申金冬先生由于工作调整辞去总经理职务，仍担任公司董事、董事会专门委员会委员，并作为公司首席战略官提供经营发展规划建议。谢邕先生担任总经理，其曾任职伊藤忠、并担任比音勒芬高尔夫事业部总监，深耕服装行业多年，作为董事长之子，出任公司总经理有望绽放新活力。
- 盈利预测及估值**
 24 年零售环境波动情况下，公司收入增速仍领跑行业、渠道逆势拓展，彰显公司卡位高景气度的运动时尚赛道之下，优秀的品牌运营能力和丰富的渠道资源赋能成长，展望 25 年出于对收入规模持续成长和市占率提振的重视，公司仍需要保持对比音勒芬主品牌和 KC 品牌的投入，为中长期成长蓄力，我们预计 25-27 年公司实现收入 44.2、48.5、52.8 亿元，分别同比+10.3%、9.9%、8.7%，归母净利润 7.0、7.9、8.8 亿元，分别同比-9.9%、+12.1%、+11.9%，对应 PE 13、12、11X，维持“买入”评级。
- 风险提示：终端需求不及预期、门店拓展不及预期**

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

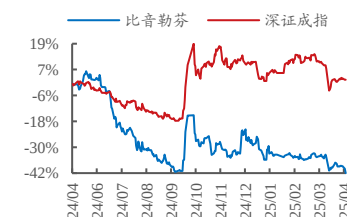
分析师：詹陆雨
 执业证书号：S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：周敏
 zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.52
总市值(百万元)	9,428.08
总股本(百万股)	570.71

股票走势图



相关报告

- 《业绩韧性凸显，积极培育第二增长曲线》 2024.11.03
- 《增长领跑优势持续，期待 K&C 新品牌落地》 2024.09.01
- 《年报分红大幅提升，成长性领跑行业》 2024.04.28

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,004	4,415	4,854	5,277
(+/-) (%)	13.24%	10.26%	9.94%	8.71%
归母净利润	781	704	789	883
(+/-) (%)	-14.28%	-9.87%	12.12%	11.94%
每股收益(元)	1.36	1.23	1.37	1.53
P/E	12.08	13.40	11.95	10.68

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,275	4,648	4,686	4,831
现金	1,547	1,879	1,768	1,824
交易性金融资产	905	905	905	905
应收账款	363	378	399	445
其它应收款	104	121	127	139
预付账款	70	20	76	23
存货	951	1,009	1,074	1,158
其他	336	336	336	336
非流动资产	2,927	2,457	2,728	2,816
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	730	841	963	983
无形资产	994	1,045	1,116	1,196
在建工程	242	123	182	152
其他	961	448	467	485
资产总计	7,202	7,105	7,414	7,648
流动负债	1,714	1,596	1,629	1,556
短期借款	0	0	0	0
应付款项	249	280	326	149
预收账款	148	191	143	208
其他	1,316	1,125	1,160	1,199
非流动负债	408	300	300	300
长期借款	0	0	0	0
其他	408	300	300	300
负债合计	2,121	1,896	1,929	1,856
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	5,080	5,209	5,484	5,791
负债和股东权益	7,202	7,105	7,414	7,648

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	750	873	882	934
净利润	781	703	789	883
折旧摊销	204	133	140	145
财务费用	(0)	(20)	(16)	(18)
投资损失	(7)	(35)	(20)	(21)
营运资金变动	(482)	(8)	(114)	(164)
其它	255	100	104	109
投资活动现金流	(447)	8	(495)	(321)
资本支出	557	196	201	104
长期投资	3	4	5	6
其他	(110)	(205)	293	217
筹资活动现金流	(713)	(550)	(497)	(557)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(713)	(550)	(497)	(557)
现金净增加额	(419)	332	(110)	56

资料来源：浙商证券研究所

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,004	4,415	4,854	5,277
营业成本	921	1,078	1,198	1,284
营业税金及附加	36	42	46	50
营业费用	1,613	2,075	2,248	2,434
管理费用	371	413	437	475
研发费用	100	110	121	132
财务费用	(13)	(20)	(16)	(18)
资产减值损失	77	79	82	86
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	7	35	20	21
其他经营收益	33	20	20	20
营业利润	943	824	924	1,035
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	947	828	928	1,039
所得税	166	124	139	156
净利润	781	703	789	883
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司净利润	781	704	789	883
EBITDA	1,211	906	1,034	1,150
EPS（最新摊薄）	1.36	1.23	1.37	1.53

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	13.24%	10.26%	9.94%	8.71%
营业利润	-11.27%	-12.64%	12.18%	11.99%
归属母公司净利润	-14.28%	-9.87%	12.12%	11.94%
获利能力				
毛利率	76.66%	75.58%	75.32%	75.67%
净利率	19.50%	15.94%	16.25%	16.73%
ROE	15.65%	13.68%	14.75%	15.66%
ROIC	17.85%	13.85%	15.05%	15.90%
偿债能力				
资产负债率	29.45%	26.68%	26.02%	24.26%
净负债比率	41.75%	36.39%	35.18%	32.04%
流动比率	2.49	2.91	2.88	3.11
速动比率	1.90	2.27	2.17	2.35
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.62	0.67	0.70
应收账款周转率	12.27	12.50	12.50	12.50
应付账款周转率	3.10	3.20	3.30	4.30
每股指标(元)				
每股收益	1.36	1.23	1.37	1.53
每股经营现金	1.31	1.52	1.53	1.62
每股净资产	8.87	9.08	9.54	10.06
估值比率				
P/E	12.08	13.40	11.95	10.68
P/B	1.24	1.19	1.14	1.86
EV/EBITDA	4.25	5.28	4.59	4.00

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>