

比音勒芬 (002832.SZ)

营收稳健增长，利润短期承压，期待多品牌成长

24 年公司营收、归母净利润同比分别+13.24%、-14.28%，25Q1 同比分别+1.41%、-8.47%。线上渠道增速领先，线下直营门店持续扩张，短期毛利率承压&费用率增加拖累净利率下滑。预计 25-27 年归母净利润分别为 7.98 亿元、8.96 亿元、10.11 亿元，当前市值对应 25PE12X，26PE11X，维持强烈推荐评级。

□ 营收稳健增长，利润指标承压。

(1) 2024 年：公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 40.04 亿元（同比+13.24%，下同）、7.81 亿元（-14.28%）、7.44 亿元（-14.20%）。

(2) 24Q4：公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 10.04 亿元（+35.69%）、0.19 亿元（-87.87%）、0.09 亿元（-93.39%）。

(3) 25Q1：公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 12.86 亿元（+1.41%）、3.31 亿元（-8.47%）、3.20 亿元（-8.68%）。

□ 线上渠道增速领先，线下直营门店持续扩张，店均面积扩大带动店效提升。

(1) 收入分渠道：2024 年公司线上营收 2.63 亿元（+35.03%，占比 6.57%），线下直营营收 25.68 亿元（+7.22%，占比 64.12%），线下加盟营收 11.39 亿元（+24.14%，占比 28.45%）。

(2) 门店数量：截至 2024 年末公司门店数量净增加 39 家至 1294 家，其中直营店 644 家（净增 37 家），店均面积 172.12 平米（+10.54%），店均销售金额 398.72 万元（+1.05%）；加盟店 650 家（净增 2 家）。

□ 毛利率总体承压但线上毛利率提升，费用率增加拖累净利率下滑。

(1) 2024 年：公司毛利率同比-1.60pct 至 77.01%，其中线上毛利率 74.63%（+4.01pct），线下直营毛利率 81.02%（-2.12pct），线下加盟毛利率 69.60%（-0.67pct）。期间费用率同比+4.72pct 至 52.38%，其中销售费用率 40.27%（+3.18pct，推测主要系开店费用、广宣费用增加所致）、管理费用率 9.27%（+1.42pct，主要系职工薪酬增加所致）、研发费用率 3.16%（-0.35pct）、财务费用率-0.31%（+0.47pct，主要系汇兑损益和租赁负债利息增加所致）。净利率同比-6.26pct 至 19.49%。

(2) 25Q1：公司毛利率同比-0.60pct 至 75.42%；期间费用率同比+3.13pct 至 44.46%，其中销售费用率 34.84%（+1.81pct）、管理费用率 6.34%（+0.24pct）、研发费用率 3.08%（-0.10pct）、财务费用率 0.20%（+1.19pct，主要系大额定期存款利息收入减少所致）；净利率同比-2.78pct 至 25.77%。

□ 现金流有所承压，24 年库存结构及周转效率改善，25Q1 存货压力较大。(1)

2024 年：年末经营性现金流量净额为 7.50 亿元（-42.10%）。存货周转天数为 324 天，同比-22 天；应收账款周转天数为 31 天，同比+2 天。1 年以内存货占比从 2023 年的 58%增至 2024 年的 71%，库存结构改善。(2) 25Q1：季末经营性现金流量净额为 2.92 亿元（-46.28%）。存货周转天数为 271 天，同比+70 天；应收账款周转天数为 25 天，同比-2 天。

□ 盈利预测及投资建议。公司定位高端商务及休闲时尚，渠道数量拓展&结构优化，新品牌培育持续推进，多品牌矩阵逐渐完善。考虑到终端零售环境压力，我们调整盈利预测。预计 2025-2027 年收入规模为 42.94 亿元、47.19 亿元、

强烈推荐 (维持)

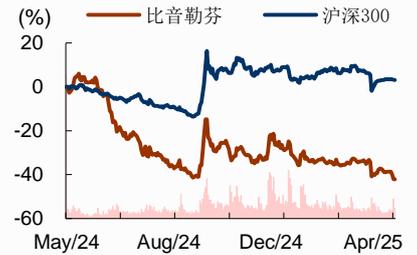
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：16.48 元

基础数据

总股本 (百万股)	571
已上市流通股 (百万股)	389
总市值 (十亿元)	9.4
流通市值 (十亿元)	6.4
每股净资产 (MRQ)	9.5
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	25.5%
主要股东	谢秉政
主要股东持股比例	37.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-19	-42
相对表现	-9	-16	-47



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《比音勒芬 (002832) —24Q3 表现优于行业，期待新品牌发展》 2024-11-03
- 《比音勒芬 (002832) —24Q2 持续稳定增长，存货周转及存货结构改善》 2024-08-31
- 《比音勒芬 (002832) —23Q3 延续较快增长，存货周转效率持续优化》 2023-10-28

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

n

51.69 亿元，同比增速为 7%、10%、10%。归母净利润规模为 7.98 亿元、8.96 亿元、10.11 亿元，同比增速为 2%、12%、13%。当前市值对应 25PE12X，26PE11X，维持强烈推荐评级。

□ **风险提示：**客流及消费购买力不及预期风险；门店拓展速度与经营效率不及预期风险；存货高企导致减值风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3536	4004	4294	4719	5169
同比增长	23%	13%	7%	10%	10%
营业利润(百万元)	1063	943	963	1083	1223
同比增长	24%	-11%	2%	12%	13%
归母净利润(百万元)	911	781	798	896	1011
同比增长	25%	-14%	2%	12%	13%
每股收益(元)	1.60	1.37	1.40	1.57	1.77
PE	10.3	12.0	11.8	10.5	9.3
PB	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4327	4275	4610	5321	6115
现金	2160	1547	1745	2276	2878
交易性投资	772	905	905	905	905
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	324	363	389	427	468
其它应收款	89	104	112	123	135
存货	708	951	1024	1112	1206
其他	274	406	435	477	522
非流动资产	2400	2927	2924	2928	2936
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	581	730	864	986	1097
无形资产商誉	1077	994	894	805	725
其他	742	1203	1166	1137	1114
资产总计	6728	7202	7534	8249	9050
流动负债	1546	1714	1534	1632	1736
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	260	438	471	512	555
预收账款	331	300	323	351	381
其他	956	976	739	768	799
长期负债	284	408	408	408	408
长期借款	0	0	0	0	0
其他	284	408	408	408	408
负债合计	1830	2121	1941	2039	2143
股本	571	571	571	571	571
资本公积金	894	894	894	894	894
留存收益	3432	3615	4128	4745	5442
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	4897	5080	5592	6209	6907
负债及权益合计	6728	7202	7534	8249	9050

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1296	750	891	950	1051
净利润	911	781	798	896	1011
折旧摊销	154	204	200	194	190
财务费用	21	(0)	(8)	(16)	(21)
投资收益	(20)	(7)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	245	(194)	(58)	(85)	(90)
其它	(15)	(33)	5	6	6
投资活动现金流	(1124)	(447)	(155)	(155)	(155)
资本支出	(899)	(557)	(201)	(201)	(201)
其他投资	(225)	110	45	45	45
筹资活动现金流	(255)	(713)	(538)	(263)	(293)
借款变动	(224)	(279)	(260)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(171)	(571)	(285)	(279)	(314)
其他	140	137	8	16	21
现金净增加额	(84)	(410)	198	531	602

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3536	4004	4294	4719	5169
营业成本	756	921	991	1077	1168
营业税金及附加	33	36	38	42	46
营业费用	1312	1613	1761	1935	2099
管理费用	277	371	399	434	476
研发费用	124	126	142	156	171
财务费用	(28)	(13)	(8)	(16)	(21)
资产减值损失	(64)	(53)	(53)	(53)	(53)
公允价值变动收益	2	5	5	5	5
其他收益	43	33	33	33	33
投资收益	20	7	7	7	7
营业利润	1063	943	963	1083	1223
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	7	1	1	1	1
利润总额	1059	947	967	1087	1227
所得税	148	166	170	191	216
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	911	781	798	896	1011

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	23%	13%	7%	10%	10%
营业利润	24%	-11%	2%	12%	13%
归母净利润	25%	-14%	2%	12%	13%
获利能力					
毛利率	78.6%	77.0%	76.9%	77.2%	77.4%
净利率	25.8%	19.5%	18.6%	19.0%	19.6%
ROE	20.2%	15.7%	14.9%	15.2%	15.4%
ROIC	18.8%	14.7%	14.4%	14.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	27.2%	29.5%	25.8%	24.7%	23.7%
净负债比率	3.2%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	2.5	3.0	3.3	3.5
速动比率	2.3	1.9	2.3	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	12.3	11.7	11.4	11.6	11.5
应付账款周转率	3.1	2.6	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.60	1.37	1.40	1.57	1.77
每股经营净现金	2.27	1.31	1.56	1.66	1.84
每股净资产	8.58	8.90	9.80	10.88	12.10
每股股利	1.00	0.50	0.49	0.55	0.62
估值比率					
PE	10.3	12.0	11.8	10.5	9.3
PB	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.0	9.8	8.3	7.6	6.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。