

纺织服饰

2025 年 05 月 05 日

比音勒芬 (002832)

——主品牌持续领跑行业，积极投入培育第二成长曲线

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 公司发布 24 年报及 25 年一季报，营收端超预期，持续领跑行业。1) 24 年营收 40 亿元 (同比+13.2%)，归母净利润 7.81 亿元 (同比-14.3%)，其中 24Q4 营收 10.0 亿元 (同比+35.7%)。25Q1 营收 12.9 亿元 (同比+1.4%)，归母净利润 3.31 亿元 (同比-8.5%)。在外部零售大环境面临巨大调整的背景下，在销售端 24Q4 高增长、25Q1 也保持增长，凸显公司强劲的市场适应能力。2) 24 年度计划拟派发现金红利 0.5 元/股，现金分红总额 2.85 亿元，分红比例 36.6%，对应 4/30 股价的静态股息率约 3%。
- 坚守高端定位，保持稳定高毛利，但费用投入加码，导致盈利能力有所收缩。1) 24 年毛利率 77% (同比-1.6pct)，期间费用率 52.4% (同比+4.7pct)，分拆销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.3%/9.3%/3.2%/-0.3%，同比+3.2pct/+1.4pct/-0.4pct/+0.5pct。其中，销售费用显著增长，主要系广告宣传费近 2 亿元 (同比+108%)，以及店铺装修装饰费 1.44 亿元 (同比+36%)，用于进一步巩固品牌形象与价值。最终，24 年归母净利润率 19.5% (同比-6.3pct)。2) 25Q1 毛利率 75.4% (同比-0.6pct)，期间费用率 44.5% (同比+3.1pct)，归母净利率 25.8% (同比-2.8pct)，盈利能力有所回升。
- 营运能力持续提升，存货周转天数缩减，账上现金储备充裕。24 年末存货 9.5 亿元 (同比+34.3%)，其中 2 年以内库龄商品余额占比 89%，库龄结构优秀，过季货品占比继续下降，有效降低库存贬值风险，存货周转天数 324 天 (同比-22 天)，周转也在改善。24 年经营性现金流净额 7.5 亿元，虽受到备货节奏提前导致同比减少、但仍然接近利润规模，反映出优秀商业模式的优秀盈利质量。截至 25Q1 末，公司仅账上货币资金及交易性金融资产合计就约 26 亿元，不仅彰显强大的抗风险能力，而且具备加速扩张的资金条件。
- 分主要渠道看：1) 全渠道增长，加盟与线上业务增速尤高。24 年直营/加盟/线上营收 25.7/11.4/2.6 亿元，同比+7.2%/+24.1%/+35.0%，毛利率 81.0%/69.6%/74.6%，同比-2.1pct/-0.7pct/+4.0pct。2) 门店质量优化，大力拓展高质量购物中心渠道。24 年末门店总数 1294 家 (较年初净开 39 家)，覆盖全国核心商圈、高端百货、购物中心、独立专卖店、机场高铁交通枢纽、高尔夫球场、奥特莱斯、度假景区等场景，其中直营 644 家 (较年初新开 94 家-新关 57 家=净开 37 家)，加盟门店数 650 家 (较年初新开 62 家-新关 60 家=净开 2 家)。
- 公司加码巩固品牌价值，并积极培育第二成长曲线，维持“买入”评级。考虑到国内消费复苏节奏，我们主要下调各渠道营收增速及毛利率，并上调销售费用率，因此下调 25-26 年、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 7.0/8.1/9.7 亿元 (原 25-26 年为 10.6/12.2 亿元)，对应 PE 为 13/12/10 倍。参照可比品牌公司平均 PE 估值，给予 25 年 16 倍 PE，目标市值 114 亿元，较 4/30 总市值有 21%上涨空间，维持“买入”评级。
- 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。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,004	1,286	4,408	4,944	5,685
同比增长率 (%)	13.2	1.4	10.1	12.1	15.0
归母净利润 (百万元)	781	331	701	808	969
同比增长率 (%)	-14.3	-8.5	-10.2	15.1	20.0
每股收益 (元/股)	1.37	0.58	1.23	1.41	1.70
毛利率 (%)	77.0	75.4	76.6	76.9	77.4
ROE (%)	15.4	6.1	12.8	13.3	14.4
市盈率	12		13	12	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 04 月 30 日
收盘价 (元)	16.48
一年内最高/最低 (元)	32.38/16.10
市净率	1.7
股息率 (分红/股价)	6.07
流通 A 股市值 (百万元)	6,418
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	9.48
资产负债率%	25.54
总股本/流通 A 股 (百万)	571/389
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《比音勒芬 (002832) 点评：业绩表现显著优于行业，新品牌投入培育第二成长曲线》2024/10/31

《比音勒芬 (002832) 点评：24Q2 扣非净利稳增 16%，大幅优于服装零售行业》2024/09/01

证券分析师

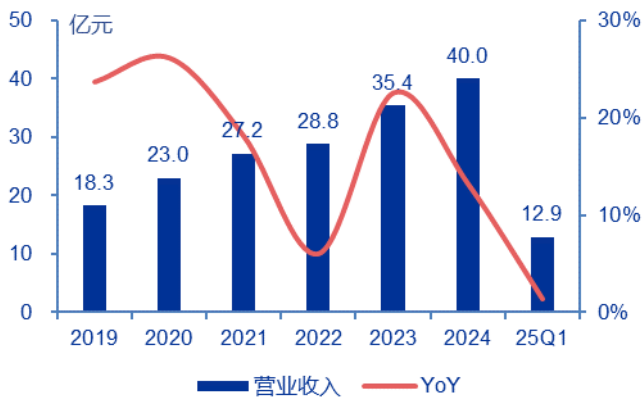
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com

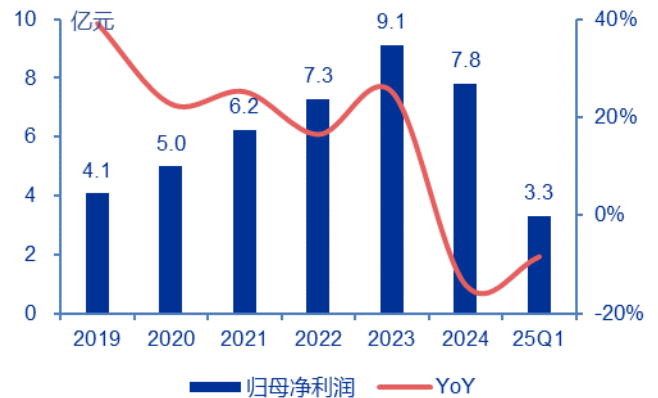
申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收同比增长 1.4%



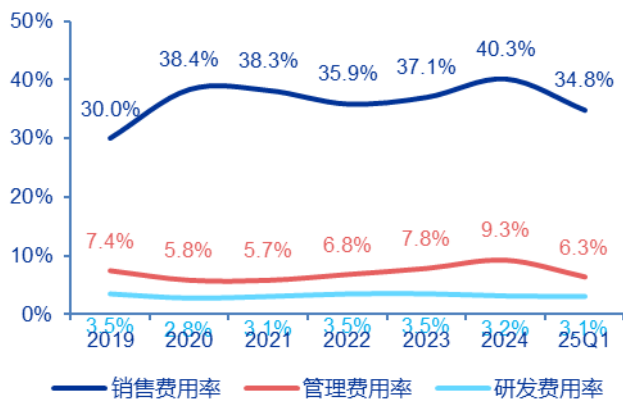
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比下滑 8.5%



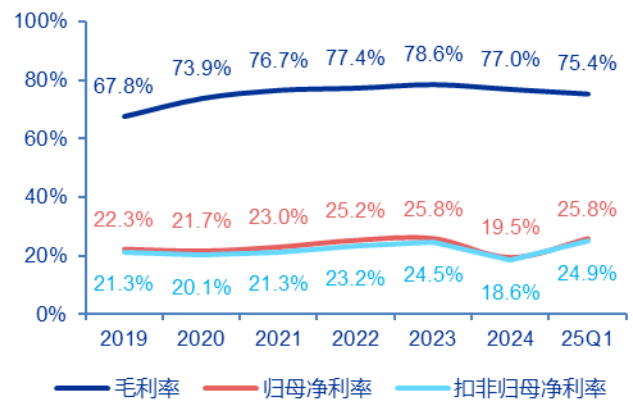
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 25Q1 销售费用率 34.8%，管理费用率 6.3%，研发费用率 3.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 25Q1 毛利率 75.4%，归母净利率 25.8%，扣非归母净利率 24.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/4/30		24A	归母净利润 (亿元)			24A	PE		
		股价 (元)	总市值 (亿元)		25E	26E	27E		25E	26E	27E
2020.HK	安踏体育	91.95	2,581	156.0	134.1	147.0	160.1	16	18	16	15
002293.SZ	罗莱生活	9.03	75	4.3	5.2	6.0	6.6	17	14	13	11
平均值								16	16	14	13
002832.SZ	比音勒芬	16.48	94	7.8	7.0	8.1	9.7	12	13	12	10

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：以上盈利预测均为申万宏源预测；港股股价、总市值货币单位为港元，归母净利润货币单位为人民币，计算 PE 时按即期汇率折算

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,536	4,004	4,408	4,944	5,685
其中: 营业收入	3,536	4,004	4,408	4,944	5,685
减: 营业成本	756	921	1,032	1,142	1,284
减: 税金及附加	33	36	39	44	51
主营业务利润	2,747	3,047	3,337	3,758	4,350
减: 销售费用	1,312	1,613	1,896	2,126	2,433
减: 管理费用	277	371	419	470	540
减: 研发费用	124	126	141	153	171
减: 财务费用	-28	-13	-13	-15	-13
经营性利润	1,062	950	894	1,024	1,219
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-9	0	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-61	-56	-80	-80	-80
加: 投资收益及其他	63	40	32	32	32
营业利润	1,063	943	847	976	1,172
加: 营业外净收入	-4	4	4	4	4
利润总额	1,059	947	851	980	1,176
减: 所得税	148	166	149	172	207
净利润	911	781	701	808	969
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	911	781	701	808	969

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。