

公司研究 | 点评报告 | 比音勒芬 (002832.SZ)

2025Q1 略低预期，多品牌增长可期

报告要点

比音勒芬 2024 年实现营收 40.0 亿元，同比+13.2%，归母净利润 7.8 亿元，同比-14.3%。其中 Q4 实现营收 10.0 亿元，同比+35.7%，归母净利润 0.2 亿元，同比-87.9%。2025Q1 实现营收 12.9 亿元，同比+1.4%，归母净利润 3.3 亿元，同比-8.5%。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001

比音勒芬 (002832.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

2025Q1 略低预期，多品牌增长可期

事件描述

比音勒芬 2024 年实现营收 40.0 亿元，同比+13.2%，归母净利润 7.8 亿元，同比-14.3%。其中 Q4 实现营收 10.0 亿元，同比+35.7%，归母净利润 0.2 亿元，同比-87.9%。2025Q1 实现营收 12.9 亿元，同比+1.4%，归母净利润 3.3 亿元，同比-8.5%。

事件评论

- **2024 年收入稳健增长，新品牌拖累利润。**分渠道看，直营/加盟/电商营收分别同比+7%/24%/35%至 25.7/11.4/2.6 亿元，直营主要依托净开店 37 家带动（单店收入同比+2%），加盟单店收入同比+21%（净开店 2 家），电商渠道收入同比高增 35%。电商渠道毛利率同比+4.0pct 至 74.6%，主因线上加速布局结构优化。直营/加盟毛利率同比分别-2.1/-0.7pct 拖累公司整体毛利率-1.6pct 至 77.0%。2024 年公司销售/管理费用率同比+3.2/1.4pct，主因新品牌投入费用较多拖累业绩。
- **2025Q1 费用投放加大，业绩短期承压。**2025Q1 营收同比略增 1.4%至 12.9 亿元，毛利率率同比-0.6pct，以及销售费用率同比+1.8pct 显著拖累归母净利润同比-8.5%，预计 2025 年开店节奏进一步提速，且比音勒芬主品牌及新品牌费用投放加大，短期业绩承压。
- 展望未来，短期预计公司投放费用仍将拖累利润，但公司卡位高端运动时尚景气赛道，伴随后续零售环境逐步企稳，公司多品牌矩阵增长可期，预计 2025-2027 年实现归母净利 7.0/7.8/8.6 亿元，同比分别-10%/+11%/+11%，现价对应 PE 分别为 13/12/11X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、终端零售需求疲软；
- 2、品牌库存去化不及预期；
- 3、国内外宏观经济变化。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.26
总股本(万股)	57,071
流通A股/B股(万股)	38,942/0
每股净资产(元)	9.48
近12月最高/最低价(元)	32.30/16.10

注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《新品费用投放拖累业绩，运营质量趋弱》
2024-11-11
- 《比音勒芬 2024H1 点评：加盟提货驱动增长，资产质量驱优》2024-09-18
- 《比音勒芬 2023 年报&2024 一季报点评：Q1 收入业绩增势强劲，营运质量趋优》2024-05-31


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、终端零售需求疲软：若终端零售疲软，销售情况不及预期，或拖累公司收入端表现；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、国内外宏观经济变化：国内外宏观经济若延续较弱，则持续削弱居民消费能力和消费意愿，服装作为可选消费品类受损相对明显。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4004	4401	4854	5263	货币资金	1547	1935	2447	3008
营业成本	921	989	1086	1172	交易性金融资产	905	905	905	905
毛利	3084	3412	3768	4092	应收账款	363	399	440	477
%营业收入	77%	78%	78%	78%	存货	951	1084	1205	1284
营业税金及附加	36	40	43	47	预付账款	70	75	82	89
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	440	536	536	536
销售费用	1613	1884	2097	2290	流动资产合计	4275	4934	5615	6299
%营业收入	40%	43%	43%	44%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	371	462	519	563	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	11%	11%	11%	固定资产合计	730	629	535	439
研发费用	126	154	170	184	无形资产	994	941	888	834
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-13	-32	-40	-49	递延所得税资产	149	149	149	149
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	1054	1044	1036	1036
加: 资产减值损失	-56	-98	-84	-64	资产总计	7202	7696	8223	8756
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0	应付款项	249	268	294	317
投资收益	7	5	5	5	预收账款	0	0	0	0
营业利润	943	847	937	1039	应付职工薪酬	87	0	0	0
%营业收入	24%	19%	19%	20%	应交税费	173	190	210	227
营业外收支	4	0	5	8	其他流动负债	1205	1352	1418	1477
利润总额	947	847	942	1047	流动负债合计	1714	1810	1922	2022
%营业收入	24%	19%	19%	20%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	166	148	165	183	应付债券	0	0	0	0
净利润	781	699	778	864	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	781	699	778	864	其他非流动负债	408	408	408	408
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	2121	2218	2330	2430
EPS (元)	1.37	1.23	1.36	1.51	归属于母公司所有者权益	5080	5478	5892	6326
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1	1	1	1
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5081	5479	5893	6327
经营活动现金流净额	750	689	883	1003	负债及股东权益	7202	7696	8223	8756
取得投资收益收回现金	80	5	5	5	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-66	-15	-25	-25	每股收益	1.37	1.23	1.36	1.51
其他	-461	10	13	8	每股经营现金流	1.31	1.21	1.55	1.76
投资活动现金流净额	-447	0	-7	-12	市盈率	15.65	13.27	11.93	10.74
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.41	1.69	1.57	1.47
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	8.18	7.67	6.73	5.84
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	10.8%	9.1%	9.5%	9.9%
筹资成本	-571	-301	-364	-430	净资产收益率	15.4%	12.8%	13.2%	13.7%
其他	-142	0	0	0	净利率	19.5%	15.9%	16.0%	16.4%
筹资活动现金流净额	-713	-301	-364	-430	资产负债率	29.5%	28.8%	28.3%	27.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-410	388	512	561	总资产周转率	0.56	0.57	0.59	0.60

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。