

比音勒芬 (002832.SZ)

2025Q2 收入高增长，电商表现领跑行业

2025H1 公司收入同比+9%/归母净利润同比-14%，品牌发展韧性凸显。 1) 2025H1 公司收入为 21.0 亿元，同比+9%；归母净利润为 4.1 亿元，同比-14%；扣非归母净利润为 3.9 亿元，同比-15%。2) 盈利质量：2025H1 毛利率同比-1.9pct 至 75.9%（我们判断主要系公司主品牌产品价格带加宽，估计终端折扣保持平稳），销售/管理/财务费用率同比分别+2.5/+0.1/+1.2pct 至 41.4%/7.9%/0%（我们估计销售费用率增加主要系渠道结构变化、新品牌孵化投入，财务费用率增加主要系利息收入减少）；综合以上，净利率同比-5.1pct 至 19.7%。

2025Q2 公司收入同比+22%/归母净利润同比-29%，电商高速扩张带动收入增长。 1) 2025Q2 公司收入为 8.2 亿元，同比+22%；归母净利润为 0.8 亿元，同比-29%；扣非归母净利润为 0.7 亿元，同比-35%。2) 盈利质量：2025Q2 毛利率同比-4.6pct 至 76.7%，销售/管理/财务费用率同比分别+1.6/-0.6/+1.4pct 至 51.8%/10.4%/-0.4%；综合以上，净利率同比-7.4pct 至 10.1%。

电商增速强劲、毛利率表现卓越，线下门店形象升级、稳步扩张。 分拆渠道来看：2025H1 公司电商/直营/加盟/其他渠道销售收入分别为 2.14/14.12/4.63/0.14 亿元，同比分别+72%/+11%/-10%/-23%；毛利率分别 77.9%/77.9%/69.5%/58.1%，同比分别+0.3/-3.5/-2.4/+61.1pct，其他渠道销售毛利率同比上升大幅提升主要系境外品牌商标授权使用情况摊销成本影响。1) 公司加快布局电商业务，2025H1 电商销售同比增速超过 70%、毛利率高达 78%，通过品牌力及消费者认可获得业务的高质量发展，目前公司电商业务覆盖天猫、淘宝、京东、抖音、小红书等多个平台，积极通过 KOL 种草等模式拓展客群并实现全渠道销售。2) 线下拓店规划稳步推进，2025H1 净拓店 30 余家，未来高线加密、低线下沉有望共同驱动渠道增长。① 2025H1 末公司门店 1328 家（较年初新开 62 家、关闭 28 家，净增 34 家），其中直营 672 家（较年初净增 28 家）/加盟 656 家（较年初净增 6 家），我们估计 2025 年主品牌及新品牌合计门店有望净增加 100 家左右。② 公司客群粘性高，销售人员激励机制完善，渠道形象持续升级，2025H1 比音勒芬全球先锋旗舰店在深圳太子湾开业，我们估计 2025 年以来直营渠道平均店效同比稳健增长。

坚持品牌建设投入，牢抓核心客群并增强产品吸引力。 1) 主品牌比音勒芬竞争力持续提升：主线通过生活 PREMIUM、户外 MOTION 和时尚 TRENDY 三大系列满足商务精英群体全场景着装需求，高尔夫线则聚焦高端专业运动。① 产品：公司积极把握消费趋势，拓宽产品价格带，围绕“三高一新一”持续推出高质产品矩阵，在功能性科技感面料的基础上迭代推新，通过故宫博物院、哈佛大学、艺术家 Hattie Stewart 等 IP 联名拓展消费客群，集中资源在 T 恤等优势品类中打造爆款 SKU。② 营销：牢抓客群心智，针对品牌精准性进行流量曝光，包括携手代言人丁禹兮、中国国家高尔夫球队等，深度刻画“大国品牌”形象。2) 其他品牌阶梯矩阵逐渐清晰：威尼斯发力路亚、徒步、露营等社群运营；K&C 入住多个高端购物中心，2025 秋冬系列亮相伦敦时装周，不断加大品牌声量；CERRUTI 1881 已在香港及澳门开设门店，中长期有望为集团打开第二增长曲线。

公司积极备货新品，账上现金充裕。 公司孵化新品牌并积极备货新品，以支持业务规模扩张，2025H1 末存货金额同比增长，经营性现金流量净额 3.4 亿元（约为同期归母净利润的 0.8 倍），期末货币资金+交易性金融资产 24.7 亿元，账上现金充裕，为业务良性发展奠定基础。

2025 年收入预计持续快速增长，新品牌投入彰显发展信心。 公司持续推进线下拓店及电商建设，中长期主品牌收入增长持续领跑行业，同时坚持新品牌投入彰显中长期业务发展信心。我们判断 2025Q3 以来公司流水保持同比增长，综合估计 2025 全年公司收入有望增长 10%+。

投资建议。 主品牌卡位运动时尚优质赛道，其他品牌为长期发展上拓天花板。我们预计 2025~2027 年归母净利润为 7.07/7.97/8.90 亿元，对应 2025 年 PE 为 13 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 消费环境波动风险；渠道扩张不及预期；新品牌孵化效果不达预期；运动时尚景气度回落。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,536	4,004	4,441	4,919	5,407
增长率 yoy (%)	22.6	13.2	10.9	10.8	9.9
归母净利润 (百万元)	911	781	707	797	890
增长率 yoy (%)	25.2	-14.3	-9.4	12.7	11.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.60	1.37	1.24	1.40	1.56
净资产收益率 (%)	18.6	15.4	12.8	13.2	13.5
P/E (倍)	10.4	12.1	13.4	11.9	10.6
P/B (倍)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4

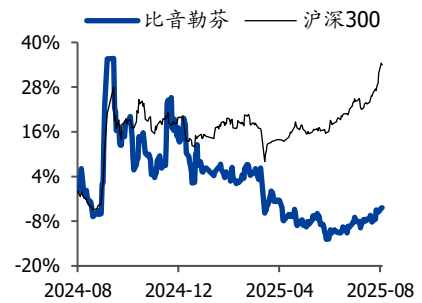
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价 (元)	16.60
总市值 (百万元)	9,473.74
总股本 (百万股)	570.71
其中自由流通股 (%)	68.23
30 日日均成交量 (百万股)	9.16

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《比音勒芬 (002832.SZ): 主品牌竞争力提升，第二增长曲线持续培育》 2025-04-29
- 《比音勒芬 (002832.SZ): 主品牌订货会推进顺利，新品牌坚持孵化推广》 2025-01-12
- 《比音勒芬 (002832.SZ): 新品牌培育持续推进，期待中长期业绩稳健成长》 2024-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4327	4275	5067	5966	6679
现金	2160	1547	1959	2469	2788
应收票据及应收账款	324	363	402	445	488
其他应收款	89	104	116	128	141
预付账款	38	70	79	88	98
存货	708	951	1017	1087	1162
其他流动资产	1008	1241	1495	1749	2003
非流动资产	2400	2927	2721	2464	2457
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	581	730	674	618	560
无形资产	1077	994	936	879	821
其他非流动资产	742	1203	1111	968	1075
资产总计	6728	7202	7788	8430	9135
流动负债	1546	1714	1859	1996	2136
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	260	438	494	552	612
其他流动负债	1287	1276	1365	1443	1524
非流动负债	284	408	407	407	407
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	284	408	407	407	407
负债合计	1830	2121	2266	2402	2543
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	571	571	571	571	571
资本公积	894	894	894	894	894
留存收益	3400	3610	4060	4565	5130
归属母公司股东权益	4897	5080	5522	6027	6592
负债和股东权益	6728	7202	7788	8430	9135

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1296	750	1079	1215	1056
净利润	911	781	707	797	890
折旧摊销	382	445	489	543	293
财务费用	21	0	8	8	8
投资损失	-20	-7	-7	-8	-9
营运资金变动	-45	-482	-174	-176	-177
其他经营现金流	47	14	56	52	52
投资活动现金流	-1124	-447	-410	-406	-405
资本支出	-784	-557	-282	-281	-281
长期投资	2	0	-133	-133	-133
其他投资现金流	-342	110	5	8	9
筹资活动现金流	-255	-713	-258	-299	-333
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-255	-713	-258	-299	-333
现金净增加额	-88	-419	413	510	318

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3536	4004	4441	4919	5407
营业成本	756	921	1039	1162	1288
营业税金及附加	33	36	41	45	50
营业费用	1312	1613	1922	2114	2307
管理费用	277	371	412	456	501
研发费用	124	126	185	204	225
财务费用	-28	-13	-23	-32	-42
资产减值损失	-61	-56	-56	-56	-56
其他收益	43	33	37	41	45
公允价值变动收益	2	5	0	0	0
投资净收益	20	7	7	8	9
资产处置收益	6	4	4	5	5
营业利润	1063	943	858	966	1079
营业外收入	3	5	0	0	0
营业外支出	7	1	0	0	0
利润总额	1059	947	858	966	1079
所得税	148	166	151	170	189
净利润	911	781	707	797	890
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	911	781	707	797	890
EBITDA	1389	1359	1324	1478	1331
EPS (元/股)	1.60	1.37	1.24	1.40	1.56

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	22.6	13.2	10.9	10.8	9.9
营业利润(%)	24.2	-11.3	-9.0	12.7	11.7
归属母公司净利润(%)	25.2	-14.3	-9.4	12.7	11.7
获利能力					
毛利率(%)	78.6	77.0	76.6	76.4	76.2
净利率(%)	25.8	19.5	15.9	16.2	16.5
ROE(%)	18.6	15.4	12.8	13.2	13.5
ROIC(%)	16.2	13.2	11.1	11.5	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	27.2	29.5	29.1	28.5	27.8
净负债比率(%)	-34.6	-17.8	-23.6	-30.1	-32.3
流动比率	2.8	2.5	2.7	3.0	3.1
速动比率	2.2	1.7	1.9	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	12.3	11.7	11.6	11.6	11.6
应付账款周转率	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.37	1.24	1.40	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.27	1.31	1.89	2.13	1.85
每股净资产(最新摊薄)	8.58	8.90	9.67	10.56	11.55
估值比率					
P/E	10.4	12.1	13.4	11.9	10.6
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.8	8.3	6.2	5.2	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com