

比音勒芬(002832)

报告日期: 2025年08月27日

## 电商高毛利同时高增长, Q2 收入增速超预期

### ——比音勒芬点评报告

#### 投资要点

- 公司发布 25 年中报, 电商高质量增长品牌力向上, 新品牌积极投入蓄力。25H1 实现收入 21.0 亿元, 同比+8.6%, 归母净利润 4.1 亿元, 同比-13.6%, 25Q2 实现收入 8.2 亿元, 同比+22.3%, 归母净利润 8280 万元, 同比-29.3%, 收入增长环比加速彰显运动时尚龙头品牌力向上, 主要来自线上和直营渠道增长较快, 利润下滑主要来自渠道逆势拓展和 KC 品牌投入, 公司积极布局新品牌发展为未来持续发展注入动力。
- 电商维持高毛利率, 领跑行业, 彰显品牌力持续向上

分渠道来看, 25H1 直营收入同比+10.6%至 14.1 亿元, 收入逆势增长彰显品牌力向上, 毛利率同比-3.5pct 至 77.9%, 预计主要系比音勒芬品牌年轻化战略下, 主动拓宽价格带调整倍率, 上半年门店净开 28 家至 672 家, 逆势门店拓展彰显长期发展信心。25H1 加盟收入同比-10.3%至 4.6 亿元, 受零售环境走弱经销商拿货积极性有所降低, 加盟毛利率同比-2.4pct 至 69.5%, 上半年门店净开 6 家至 656 家。25H1 线上收入同比+71.9%至 2.1 亿元, 线上毛利率同比+0.3%至 77.9%, 电商收入快速增长的同时毛利率提升, 逆势实现高质量增长, 彰显运动时尚龙头品牌力向上。
- 主品牌价格带拓宽, 费用投放蓄力中长期成长

25Q2 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-4.6pp、+1.6pp、-0.6pp、-0.2pp、+1.4pp 至 76.7%、51.8%、10.4%、3.2%、-0.4%, 预计毛利率有所下滑主要系比音勒芬品牌年轻化战略下, 主动调整倍率拓宽价格带, 销售费用率提升主要系新品牌 KC 投放和比音勒芬品牌年轻化品宣投入有关, 以及公司门店逆势拓展, 有望在零售环境好转时催化业绩弹性, 费用投放增加致使 25Q2 净利率同比-7.4pct 至 10.1%。

25Q2 末存货同比+36.1%至 10.4 亿元, 库存周转天数同比+45 天至 354 天, 受零售环境疲软影响库存周转有所减慢, 但仍在可控范围内。
- 盈利预测及估值

25 上半年零售环境波动情况下, 公司收入增速仍领先行业、线下渠道持续拓展、电商高质量增长, 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, 公司持续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 14、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

#### 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	12.37	13.72	12.24	10.94

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

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

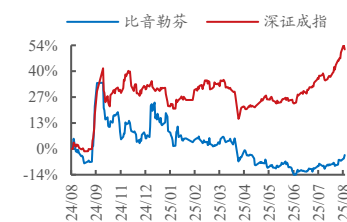
分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 周敏  
执业证书号: S1230525080004  
zhoumin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.92
总市值(百万元)	9,656.36
总股本(百万股)	570.71

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《收入增长领跑, 积极投入蓄力中期成长》 2025.04.30
- 《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

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,275</b>	<b>4,648</b>	<b>4,686</b>	<b>4,831</b>
现金	1,547	1,693	1,601	1,853
交易性金融资产	905	905	905	905
应收账款	363	373	403	441
其它应收款	104	115	124	136
预付账款	70	20	76	23
存货	951	1,205	1,240	1,138
其他	336	336	336	336
<b>非流动资产</b>	<b>2,927</b>	<b>2,457</b>	<b>2,728</b>	<b>2,816</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>7,202</b>	<b>7,105</b>	<b>7,414</b>	<b>7,648</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,714</b>	<b>1,596</b>	<b>1,629</b>	<b>1,556</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>408</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	408	300	300	300
<b>负债合计</b>	<b>2,121</b>	<b>1,896</b>	<b>1,929</b>	<b>1,856</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,202</b>	<b>7,105</b>	<b>7,414</b>	<b>7,648</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>750</b>	<b>722</b>	<b>900</b>	<b>1129</b>
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)	(160)	(96)	32
其它	255	100	104	109
<b>投资活动现金流</b>	<b>(447)</b>	<b>(25)</b>	<b>(495)</b>	<b>(321)</b>
资本支出	557	196	201	104
长期投资	3	4	5	6
其他	(110)	(171)	293	217
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(713)</b>	<b>(550)</b>	<b>(497)</b>	<b>(557)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(713)	(550)	(497)	(557)
<b>现金净增加额</b>	<b>(419)</b>	<b>147</b>	<b>(92)</b>	<b>251</b>

资料来源：浙商证券研究所

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,004</b>	<b>4,415</b>	<b>4,854</b>	<b>5,277</b>
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	93	94	84
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
<b>营业利润</b>	<b>943</b>	<b>824</b>	<b>924</b>	<b>1,035</b>
营业外收支	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>947</b>	<b>828</b>	<b>928</b>	<b>1,039</b>
所得税	166	124	139	156
<b>净利润</b>	<b>781</b>	<b>703</b>	<b>789</b>	<b>883</b>
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>781</b>	<b>704</b>	<b>789</b>	<b>883</b>
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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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	2.14	2.07	2.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.62	0.67	0.70
应收账款周转率	11.66	12.00	12.50	12.50
应付账款周转率	3.10	3.20	3.30	4.30
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.36	1.23	1.37	1.53
每股经营现金	1.31	1.26	1.57	1.96
每股净资产	8.87	9.08	9.54	10.06
<b>估值比率</b>				
P/E	12.37	13.72	12.24	10.94
P/B	1.24	1.19	1.14	1.90
EV/EBITDA	4.44	5.53	4.81	4.20

## 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>