

比音勒芬 (002832.SZ)

上半年收入增长 9%，线上渠道增长领先

优于大市

核心观点

2025 上半年收入增长 9%，毛利率下滑及费用上升导致净利润承压。比音勒芬是主营高端运动生活的男装品牌。2025 上半年公司收入同比+8.6%至 21.0 亿元，归母净利润同比-13.6%至 4.1 亿元。毛利率同比-1.9 个百分点至 75.9%；管理、研发费用率基本稳定，分别同比+0.1/-0.1 百分点；主因主品牌和 K&C 新品牌营销投放增加，及渠道结构变化，销售费用率同比+2.5 个百分点至 41.4%；受定期存款利息收入减少影响，财务费用率同比+1.2 个百分点至 0.0%。进而归母净利率同比-5.1 个百分点至 19.7%。存货金额同比增长 36.1%至 10.39 亿元，存货周转天数同比+45 天至 354 天，主要为支持多品牌业务扩张和新品上市，公司主动增加库存储备。

第二季度收入增长提速，毛利率承压。2025 第二季度公司收入同比+22.3%至 8.2 亿元，归母净利润同比-29.3%至 0.8 亿元。毛利率同比-4.6 个百分点至 76.7%，预计主因行业销售压力影响折扣加深；整体费用率同比+2.2 百分点，主要受销售、财务费用率提升 1.6/1.4 百分点影响。进而归母净利率同比-7.4 百分点至 10.1%。

线上渠道增长领先，加盟渠道高基数上有所承压。分渠道看，上半年直营/加盟/线上收入分别同比+10.6%/-10.3%/+71.8%，主要由线上渠道带动增长，加盟渠道在去年高基数基础上出现下滑。上半年公司保持净开店，直营和加盟较去年年底新开门店 48/14 家，分别净增 28/6 家至 672/656 家。各渠道毛利率表现分化，直营/加盟/线上毛利率分别同比-3.5%/-2.4%/+0.3 百分点至 77.9%/69.5%/77.9%。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：短期利润承压，中长期卡位景气赛道成长可期。上半年公司收入保持稳健增长，二季度收入增长提速，毛利率在高基数基础上小幅下滑，费用投放增加叠加渠道结构变化、销售费用率提升，净利润承压。中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。基于今年毛利率和销售费用率预计仍维持上半年趋势，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.3/8.0/8.7 亿元（2025-2026 年前值为 10.3/11.2 亿元），同比-5.9%/+9.6%/+8.3%；由于盈利预测下调，下调目标价至 18.0-19.3 元（前值为 22.6-24.2 元），对应 2025 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,536	4,004	4,297	4,551	4,754
(+/-%)	22.6%	13.2%	7.3%	5.9%	4.5%
净利润(百万元)	911	781	734	805	872
(+/-%)	25.2%	-14.3%	-5.9%	9.6%	8.3%
每股收益(元)	1.60	1.37	1.29	1.41	1.53
EBIT Margin	34.5%	27.6%	20.5%	21.1%	21.9%
净资产收益率(ROE)	18.6%	15.4%	13.0%	12.9%	12.7%
市盈率(PE)	10.5	12.2	13.0	11.9	11.0
EV/EBITDA	8.7	9.6	12.0	10.9	10.1
市净率(PB)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	18.00 - 19.30 元
收盘价	16.72 元
总市值/流通市值	9542/6511 百万元
52 周最高价/最低价	26.70/15.39 元
近 3 个月日均成交额	137.48 百万元

市场走势

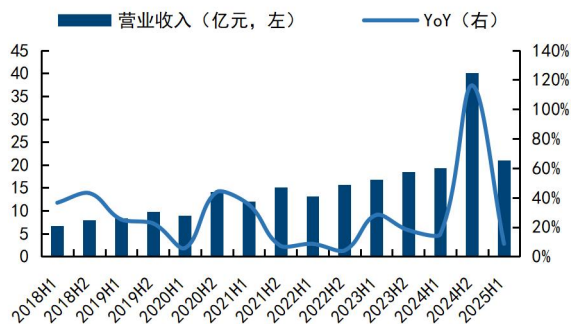


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

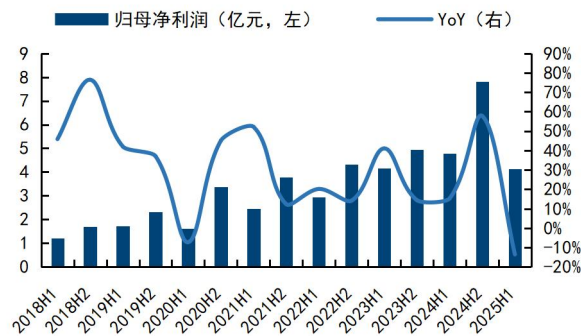
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 第三季度收入下滑 4%，持续表现好于行业》——2024-11-05
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 上半年收入与净利润增长 15%，各渠道毛利率均有提升》——2024-09-02
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 第一季度净利润增长 20%，库存改善明显》——2024-05-02
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 第三季度净利润增长 23%，库存延续优化》——2023-10-29
- 《比音勒芬 (002832.SZ) - 二季度净利润增长 40%，库存健康度明显提升》——2023-08-30

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



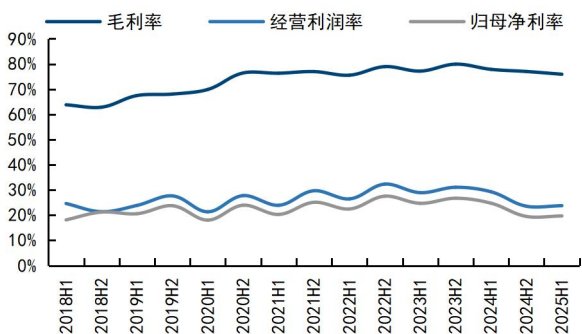
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



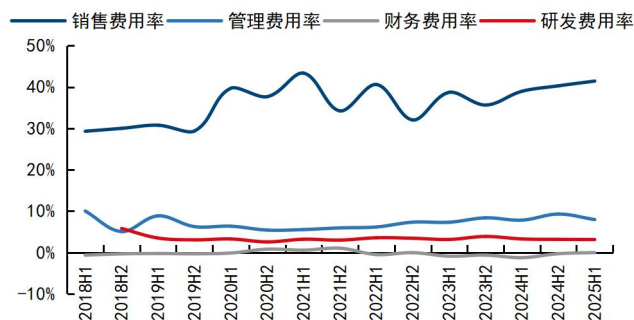
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



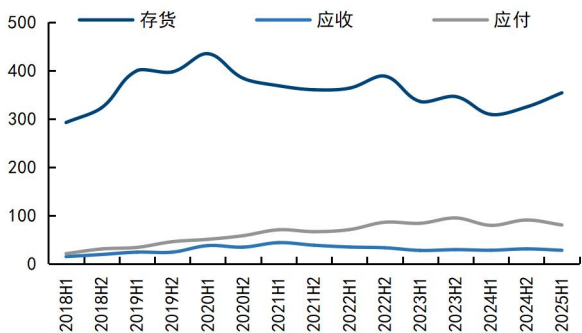
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



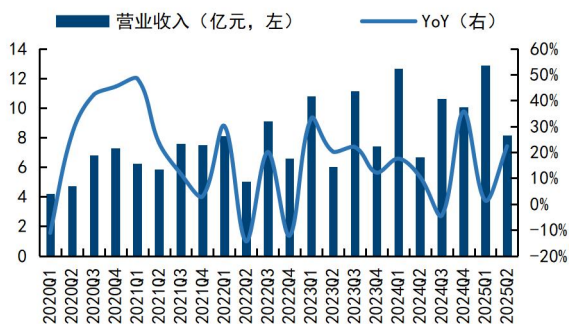
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司经营活动现金流净额及净现比



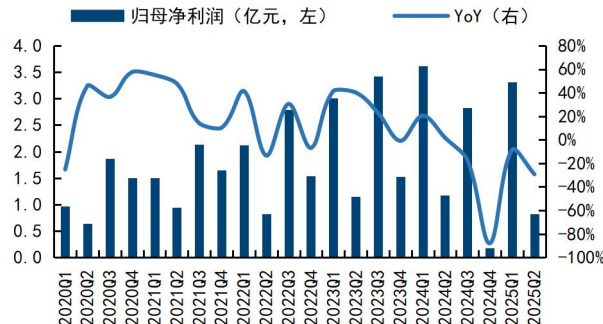
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



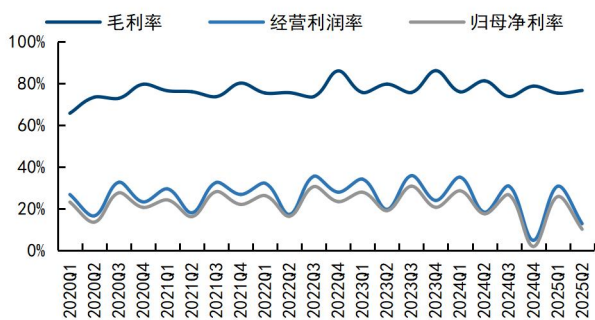
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



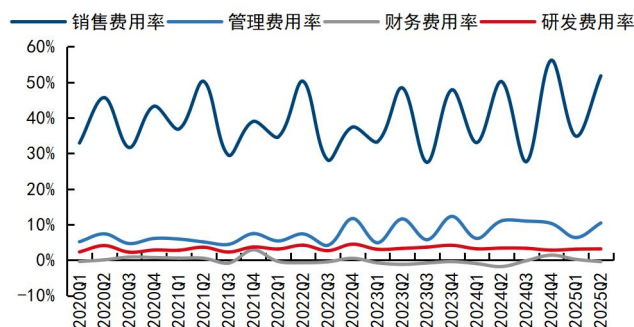
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.3/8.0/8.7 亿元（2025-2026 年前值为 10.3/11.2 亿元），同比-5.9%/+9.6%/+8.3%，盈利预测下调的主要原因说明：1）收入端根据上半年线上增速好于预期，上调收入预测。2）毛利率端，受行业销售压力影响折扣加深，下半年预计仍维持上半年趋势，对毛利率进行下调。3）销售费用率，受直营和线上渠道占比提升，以及品牌端营销投放加大影响，对销售费用进行上调。具体调整细节如下：

- 1、收入：预计 2025-2027 年收入分别为 43.0/45.5/47.5 亿元（2025-2026 年前值为 40.1/43.1 亿元），同比+7.3%/5.9%/4.5%。
- 2、毛利率：预计 2025-2027 年毛利率分别为 75.1%/75.4%/75.8%（2025-2026 年前值为 78.3%/78.4%）。
- 3、销售费用率：预计 2025-2027 年销售费用率分别为 42.0%/41.8%/41.5%（2025-2026 年前值为 37.2%/37.0%）。
- 4、归母净利率：主要受毛利率下降、销售费用率提升影响，预计 2025-2027 年归母净利率分别为 17.1%/17.7%/18.3%（2025-2026 前值为 25.5%/25.9%）。

图11：盈利预测假设拆分

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
收入	2884.8	3536.1	4004.5	4296.8	4550.9	4753.5	1936.3	2068.1	2103.3	2193.5
YoY	6.1%	22.6%	13.2%	7.3%	5.9%	4.5%	15.0%	11.6%	8.6%	6.1%
直营	1779.9	2395.0	2567.8	2799.1	2954.3	3027.4	1277.4	1290.3	1412.3	1386.9
YoY	-7.0%	34.6%	7.2%	9.0%	5.5%	2.5%	2.4%	12.4%	10.6%	7.5%
店数	579	607	644	680	690	700	609	644	672	680
YoY	8.8%	4.8%	6.1%	5.6%	1.5%	1.4%	5.2%	6.1%	10.3%	5.6%
单店平均收入	3.20	4.04	4.11	4.23	4.31	4.36	2.10	2.06	2.15	2.05
YoY	-14.8%	26.0%	1.6%	3.0%	2.0%	1.0%	-2.5%	6.4%	2.2%	-0.4%
加盟	936.9	917.6	1139.1	1023.2	943.0	884.6	516.8	622.3	463.4	559.8
YoY	37.1%	-2.1%	24.1%	-10.2%	-7.8%	-6.2%	56.5%	5.9%	-10.3%	-10.0%
店数	612	648	650	660	680	700	654	650	656	660
YoY	7.7%	5.9%	0.3%	1.5%	3.0%	2.9%	6.5%	0.3%	0.3%	1.5%
单店平均收入	1.59	1.46	1.76	1.56	1.41	1.28	0.79	0.95	0.71	0.85
YoY	23.3%	-8.3%	20.5%	-11.0%	-9.9%	-8.9%	47.4%	2.5%	-10.6%	-10.9%
线上	168.0	195.0	263.3	447.5	626.6	814.5	124.7	138.6	214.2	233.3
YoY	37.0%	16.1%	35.0%	70.0%	40.0%	30.0%	34.6%	35.4%	71.8%	68.4%
毛利率	77.4%	78.6%	77.0%	75.1%	75.4%	75.8%	77.9%	76.2%	75.9%	74.2%
直营	82.1%	83.1%	81.0%	78.0%	78.1%	78.3%	81.4%	80.6%	77.9%	78.1%
加盟	71.0%	70.3%	69.6%	68.5%	68.6%	68.7%	71.9%	67.7%	69.5%	67.7%
线上	63.4%	70.6%	74.6%	75.0%	75.0%	75.8%	77.6%	72.0%	77.9%	72.4%
费用率										
销售费用	35.9%	37.1%	40.3%	42.0%	41.8%	41.5%	39.0%	41.5%	41.4%	42.6%
管理费用	6.8%	7.8%	9.3%	8.5%	8.4%	8.4%	7.8%	10.6%	7.9%	9.0%
研发费用	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	3.1%	3.1%	3.3%
资产减值	-3.4%	-1.7%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-0.2%	-2.5%	-0.3%	-2.5%
其他经营收益率	-1.0%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	1.0%	-1.4%	1.2%	-1.8%
所得税率	15.0%	14.0%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	15.5%	20.6%	17.2%	18.0%
归母净利润	727.6	910.7	780.6	734.1	804.4	871.4	479.1	301.5	414.2	320.0
YoY	16.5%	25.2%	-14.3%	-5.9%	9.6%	8.3%	15.2%	-39.1%	-13.6%	6.1%
净利率	25.2%	25.8%	19.5%	17.1%	17.7%	18.3%	24.7%	14.6%	19.7%	14.6%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：短期利润承压，中长期卡位景气赛道成长可期

上半年公司收入保持稳健增长，二季度收入增长提速，毛利率在高基数基础上小幅下滑，费用投放增加叠加渠道结构变化、销售费用率提升，净利润承压。

中长期看，比音勒芬精准定位高端运动时尚景气细分赛道，通过高质量营销和优秀产品力培育出高端品牌基因，随着品牌影响力提升，未来成长空间广阔。

基于今年毛利率和销售费用率预计仍维持上半年趋势，我们下调盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为7.3/8.0/8.7亿元（2025-2026年前值为10.3/11.2亿元），同比-5.9%/+9.6%/+8.3%；由于盈利预测下调，下调目标价至18.0-19.3元（前值为22.6-24.2元），对应2025年14~15x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,536	4,004	4,297	4,551	4,754
(+/-%)	22.6%	13.2%	7.3%	5.9%	4.5%
净利润(百万元)	911	781	734	805	872
(+/-%)	25.2%	-14.3%	-5.9%	9.6%	8.3%
每股收益(元)	1.60	1.37	1.29	1.41	1.53
EBIT Margin	34.5%	27.6%	20.5%	21.1%	21.9%
净资产收益率(ROE)	18.6%	15.4%	13.0%	12.9%	12.7%
市盈率(PE)	10.5	12.2	13.0	11.9	11.0
EV/EBITDA	8.7	9.6	12.0	10.9	10.1
市净率(PB)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS 2024A	2025E	2026E	PE 2024A	2025E	2026E	g 2025-2026	PEG 2026
比音勒芬	优于大市	16.7	1.37	1.29	1.41	12.2	13.0	11.9	9.6%	1.24
可比公司										
海澜之家	优于大市	7.1	0.45	0.48	0.54	15.8	14.8	13.0	13.4%	0.97
报喜鸟	优于大市	3.8	0.34	0.28	0.31	11.3	13.7	12.6	8.9%	1.41

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2160	1547	2545	3106	3736	营业收入	3536	4004	4297	4551	4754
应收款项	413	467	501	531	554	营业成本	756	921	1072	1121	1152
存货净额	708	951	955	948	923	营业税金及附加	33	36	38	40	41
其他流动资产	253	406	435	461	482	销售费用	1312	1613	1805	1902	1973
流动资产合计	4327	4275	5342	5951	6600	管理费用	267	392	542	566	586
固定资产	584	972	1005	1163	1302	财务费用	(28)	(13)	(20)	(24)	(25)
无形资产及其他	1077	994	954	914	875	投资收益	20	7	7	8	8
投资性房地产	739	961	961	961	961	资产减值及公允价值变动	63	(51)	(55)	(58)	(60)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(216)	(69)	74	76	78
资产总计	6728	7202	8262	8990	9738	营业利润	1063	943	886	971	1052
短期借款及交易性金融负债	212	260	260	260	260	营业外净收支	(4)	4	4	5	5
应付款项	260	438	491	502	504	利润总额	1059	947	890	976	1057
其他流动负债	1075	1016	1419	1480	1521	所得税费用	148	166	156	171	186
流动负债合计	1546	1714	2170	2242	2285	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	911	781	734	805	872
其他长期负债	284	408	460	513	565						
长期负债合计	284	408	460	513	565	现金流量表（百万元）					
负债合计	1830	2121	2631	2755	2850	净利润	911	781	734	805	872
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	(28)	(13)	218	60	50
股东权益	4897	5080	5630	6234	6887	折旧摊销	85	111	134	163	191
负债和股东权益总计	6728	7202	8262	8990	9738	公允价值变动损失	(63)	51	55	58	60
						财务费用	(28)	(13)	(20)	(24)	(25)
关键财务与估值指标						营运资本变动	626	(441)	659	137	125
每股收益	1.60	1.37	1.29	1.41	1.53	其它	28	13	(218)	(61)	(50)
每股红利	0.30	1.00	0.32	0.35	0.38	经营活动现金流	1559	502	1582	1163	1247
每股净资产	8.58	8.90	9.86	10.92	12.06	资本开支	0	(376)	(400)	(400)	(400)
ROIC	29%	21%	19%	25%	27%	其它投资现金流	586	(113)	0	0	0
ROE	19%	15%	13%	13%	13%	投资活动现金流	586	(488)	(400)	(400)	(400)
毛利率	79%	77%	75%	75%	76%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	28%	20%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	30%	24%	25%	26%	支付股利、利息	(171)	(571)	(184)	(201)	(218)
收入增长	23%	13%	7%	6%	4%	其它融资现金流	(782)	514	0	0	0
净利润增长率	25%	-14%	-6%	10%	8%	融资活动现金流	(1129)	(628)	(184)	(201)	(218)
资产负债率	27%	29%	32%	31%	29%	现金净变动	1016	(614)	998	561	630
息率	1.8%	6.0%	1.9%	2.1%	2.3%	货币资金的期初余额	1145	2160	1547	2545	3106
P/E	10.5	12.2	13.0	11.9	11.0	货币资金的期末余额	2160	1547	2545	3106	3736
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	205	1118	693	775
EV/EBITDA	8.7	9.6	12.0	10.9	10.1	权益自由现金流	0	719	1134	712	795

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032