



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 08 月 31 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（元）	16.72
总市值（亿元）	95.42
总股本（亿股）	5.71

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

比音勒芬(002832.SZ)

2025Q2 收入增长超预期，线上业务高质量发展

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 中报。①2025H1 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 21.03/4.14/3.90 亿元，同比变动+8.63%/-13.56%/-14.96%。②2025Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 8.17/0.83/0.70 亿元，同比变动+22.33%/-29.30%/-35.27%。
- **线下渠道积极扩张，线上业务高质量增长。**①2025H1 直营渠道收入 14.12 亿元，同比增加 10.56%，毛利率 77.90%，同比下滑 3.50pct。上半年期末直营门店数为 672 家，新开 48 家，关闭 20 家，净开店 28 家。直营门店面积总额为 11.35 万平方米，单店平均面积 168.88 平米，平均门店面积进一步扩大（2024H1 单店平均面积为 156.61 平米），半年度平均单店销售收入为 210.16 万元，相对于 2024H1 的 209.76 万元，同比小幅增加。②2025H1 加盟渠道收入 4.63 亿元，同比下滑 10.34%，毛利率 69.50%，同比下降 2.41pct，2025 年加盟商开店节奏相对稳健，期末加盟门店数 656 家，新开 14 家，关闭 8 家，净开店 6 家。③2025H1 线上业务收入 2.14 亿元，同比大增 71.82%，毛利率同比提升 0.28pct，公司积极拥抱内容电商新趋势，战略性布局以抖音、小红书为代表的兴趣电商阵地，推动线上渠道收入实现高速增长。
- **上装品类健康增长，华北区域双位数增长：**分产品类别看，2025H1 上装类/下装类/外套类/其他类收入分别为 11.13/4.55/3.09/2.13 亿元，对应同比变动分别为 +12.42%/+0.95%/+7.42%/+11.76%，上装类及其他类达到双位数增长，毛利率变动分别为-1.18/-3.00/-6.49/-2.80pct。分区域看，2025H1 华北/华东/华南/西南收入分别为 4.05/3.79/4.07/2.98 亿元，分别同比增长 13.35%/6.24%/5.77%/4.50%，东北、华中、西北区域呈现同比下滑。
- **毛利率阶段性调整，销售/财务费用率升高。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 75.92%/19.69%，同比变动-1.94pct/-5.05pct，公司为顺应市场需求，主动调整产品策略。销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.42%/7.93%/3.11%/-0.05%，同比变动+2.47/+0.14/-0.14/+1.23pct，销售费用的分项中，主要是职工薪酬、门店运营费、使用权资产折旧增加导致销售费用率上涨，财务费用率变动主因利息收入同比减少，2025H1 资产减值损失 540 万元，2024H1 为 451 万元，2025H1 投资净收益 1538 万元，同比大增，主要是理财产品增加所致。②2025Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 76.7%/10.13%，同比变动-4.63pct/-7.4pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 51.78%/10.44%/3.15%/-0.44%，同比变动+1.59/-0.58/-0.23/+1.38pct。
- **备货增加，库龄结构优化。**2025H1 期末存货余额为 11.61 亿元，同比增长 30%，其中一年内的存货 8.65 亿，占比 74%，2024H1 该指标为 64%，主因公司主动加强备货，2025H1 存货周转天数为 354 天，同比增加 45 天，2025H1 经营活动产生的现金流净额 3.36 亿元，同比减少 37%，主要是购买商品支付的现金增多及付现的期间费用增多所致。
- **盈利预测与投资建议：**公司为“高尔夫第一联想品牌”，近年来积极拓展产品系列和渠道，稳固市场高端定位的同时，尝试品牌年轻化与国际化，品牌调整期费用率相对较高，但拥有较强的市场敏锐度及优秀的管理能力，看好公司未来发展。预计 2025-2027 年

EPS 分别为 1.24/1.40/1.65 元，对应 8 月 28 日收盘价市盈率分别为 13.5/12.0/10.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：国内零售恢复低于预期；门店拓展不及预期；新品牌培育不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4004	4466	4944	5553
同比增长	13.2%	11.5%	10.7%	12.3%
归母净利润（百万元）	781	707	797	942
同比增长	-14.3%	-9.4%	12.6%	18.2%
毛利率	77.0%	75.0%	74.9%	75.1%
ROE	15.4%	13.0%	13.3%	14.1%
每股收益（元）	1.37	1.24	1.40	1.65
市盈率	12.2	13.5	12.0	10.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4275	4811	5535	6279
货币资金	1547	1674	2216	2808
交易性金融资产	905	1005	1055	1055
应收票据及应收账款	363	396	435	485
预付款项	70	85	94	105
存货	951	1148	1169	1195
其他	440	503	565	631
非流动资产	2927	3056	3075	3255
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	730	888	1017	1131
在建工程	242	309	286	271
无形资产	994	992	987	980
商誉	0	0	0	0
其他	961	867	784	874
资产总计	7202	7867	8610	9535
流动负债	1714	1898	2008	2183
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	438	381	431	480
其他	1276	1517	1577	1703
非流动负债	408	507	607	707
长期借款	0	0	0	0
其他	408	507	607	707
负债合计	2121	2405	2615	2890
股本	571	571	571	571
未分配利润	3324	3609	4023	4541
少数股东权益	1	0	-1	-10
股东权益合计	5081	5462	5995	6645
负债及权益合计	7202	7867	8610	9535

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	781	707	797	942
折旧和摊销	445	603	601	390
营运资金的变动	-482	-209	-106	-67
经营活动产生现金流量	750	1164	1379	1350
资本支出	-557	-625	-515	-464
长期投资	0	-104	-50	0
投资活动产生现金流量	-447	-809	-650	-547
债权融资	0	117	100	100
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-713	-230	-187	-211
现金净变动	-419	127	542	592

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4004	4466	4944	5553
营业成本	921	1115	1240	1382
税金及附加	36	38	42	47
销售费用	1613	1876	2052	2277
管理费用	371	447	470	528
研发费用	126	156	173	194
财务费用	-13	-18	-16	-25
投资收益	7	22	15	17
公允价值变动收益	5	0	0	0
信用减值损失	0	-8	-5	-5
资产减值损失	-56	-60	-80	-85
营业利润	943	850	958	1122
营业外收支	4	1	1	1
利润总额	947	851	959	1123
所得税	166	145	163	191
净利润	781	707	796	932
少数股东损益	0	-1	-1	-9
归属母公司净利润	781	707	797	942
EPS(元)	1.37	1.24	1.40	1.65

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	13.2%	11.5%	10.7%	12.3%
营业利润增长率	-11.3%	-9.8%	12.6%	17.2%
归母净利润增长率	-14.3%	-9.4%	12.6%	18.2%
盈利能力				
毛利率	77.0%	75.0%	74.9%	75.1%
归母净利率	19.5%	15.8%	16.1%	17.0%
ROE	15.4%	13.0%	13.3%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	29.5%	30.6%	30.4%	30.3%
流动比率	2.49	2.53	2.76	2.88
速动比率	1.70	1.68	1.91	2.06
营运能力				
资产周转率	57.5%	59.3%	60.0%	61.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.37	1.24	1.40	1.65
每股经营现金	1.31	2.04	2.42	2.37
估值比率(倍)				
PE	12.2	13.5	12.0	10.1
PB	1.9	1.7	1.6	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn