

2023年04月30日

Q1 收入超过疫情前水平，XB 品牌成长可期

三夫户外(002780)

评级:	增持	股票代码:	002780
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	17.07/9.73
目标价格:		总市值(亿)	18.72
最新收盘价:	11.88	自由流通市值(亿)	15.52
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

公司 2022 年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 5.62/-0.33/-0.39/-0.46 亿元、同比增长 1.23%/-26.79%/-48.89%/-247.46%。22Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.01/0.01/-0.03 亿元、收入同比下降 3%。

23Q1 收入/净利/扣非净利分别为 1.88/0.08/0.07 亿元，同比增长 43%/246%/482%，收入较 21Q1 增长 46%。

分析判断:

XBIONIC 收入维持较快增长。22 年 XB 独立直营店为 15 家。品牌也聘请了何穗、王子威、王心迪为品牌代言人。2022 年公司自有品牌收入为 1.58 亿元、占比达 31.17%；其中服装/鞋袜/装备类收入为 1.45/0.07/0.05 亿元，占比分别为 92%/5%/3%、同比增长 33%/2%/10%；**其中 X-BIONIC 产品收入为 1.27 亿元、同比增长 37%，低于我们原预计的翻倍增长主要由于冬季旺季受疫情影响线下门店。**

主业疫情期间下降 3%、基本保持平稳，松鼠乐园受疫情影响客流。2022 年户外用品/户外服务/口罩收入分别为 5.06/0.56/0.01 亿元、同比增长 5%/-13%/-93%，剔除 XB 品牌后主业收入同比下降 3%。(1) 线下门店业务收入为 2.88 亿元、同比增长 2.4%；截至 2022 年末共 48 家零售店（其中旗舰店/标准店/精品店/品牌店/滑雪店分别 8/12/13/7/8 家）、店数和面积均持平，推出平效同比增长 2.4%。(2) 线上收入 1.92 亿，同比增长 11.83%；自建平台及第三方销售平台 GMV 为 3.5 亿元、同比增长 60%，2022 年用户人均消费达 223 元，官网注册用户数量为 18.67 万、同比持平。(3) 2022 年全年公司松鼠乐园累计接待游客 48.34 万人次，同比下降 31%，对应客单价 116 元、增长 26%。

费用投入加大导致净利率下滑，而 23Q1 则体现规模效应、费用率下降。(1) 2022 年公司毛利率为 52.67%、同比增加 2.37PCT，主要来自户外产品毛利率大幅提升：2022 年户外产品毛利率分别为 57.70%，同比增加 4.97PCT；线上/线下分别增加 3.66/7.53PCT 至 60.57%/56.42%。2022 年净利率为-6.88%、同比下降 2.34PCT。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.01%/14.59%/1.96%/2.14%、同比增加 5.90/2.18/-0.02/0.34PCT，销售和管理费用增加主要由于公司品牌营销投入。(2) 23Q1 公司毛利率为 51.27%、同比减少 11.43PCT。23Q1 公司净利率为 3.51%、同比增加 1.99PCT。23Q1 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.72%/11.17%/1.06%/2.13%、同比下降 6.39/3.33/1.23/0.16PCT。

关注去库存进展。2022 年末公司存货为 3.43 亿元，同比增长 39%，环比增长 7%，存货周转天数为 399 天、同比减少 81 天、环比减少 76 天。公司应收账款为 0.24 亿元，同比下降 17%、环比下降 23%。平均应收账款周转天数为 17 天，同比减少 4 天、环比减少 5 天。23Q1 末公司存货为 3.84 亿元，同比增长 52%、环比增长 12%。存货周转天数为 357 天、同比减少 102 天、环比减少 42 天。公司应收账款为 0.39 亿元，同比减少 2%、环比增长 61%。平均应收账款周转天数为 15 天，同比减少 8 天、环比减少 2 天。

投资建议

我们分析，(1) X-BIONIC 疫后将迎来复苏，有望体现出高增长；(2) 户外服务即“松鼠部落亲子户外乐园+三夫小勇士+鹰极安全教育基地”也有望迎来疫后客流恢复；(3) 未来公司将重点打造瑞典山系经典品牌 Klattermusen（攀山鼠）+意大利手工匠心传承鞋品 CRISPI+经典工装鞋靴品牌 DANNER+战术背包品牌 Mystery

Ranch+专业户外鞋品牌 LA SPORTIVA 的代理品牌矩阵，攀山鼠品牌 22 年也已在上海和杭州新开 2 家门店，2022 年攀山鼠销售额为 5000 万元，同比增长 1000%以上。公司于 2 月 28 日公告筹划定增。下调 23-24 年收入预测 9.52/11.62 亿元至 7.31/9.15 亿元、新增 25 年收入预测 11.64 亿元，下调 23-24 年归母净利预测 0.7/0.83 亿元至 0.31/0.61 亿元、新增 25 年归母净利预测 0.90 亿元，对应调整 23-24 年 EPS 预测 0.44/0.53 元至 0.20/0.39 元、新增 25 年 EPS 预测 0.57 元，2023 年 4 月 28 日收盘价 11.88 元对应 23/24/25 年 PE 估值为 55/28/19X，维持“增持”评级。

风险提示

X-BIONIC 运营不及预期；松鼠乐园客流恢复不及预期；线下门店拓展不及预期；系统性风险；拟定增尚未完成，存在不确定性。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	556	562	731	915	1,164
YoY (%)	18.8%	1.2%	30.0%	25.2%	27.1%
归母净利润(百万元)	-26	-33	31	61	90
YoY (%)	60.0%	-26.8%	193.1%	98.1%	47.6%
毛利率 (%)	50.3%	52.7%	53.0%	53.7%	54.5%
每股收益 (元)	-0.17	-0.21	0.20	0.39	0.57
ROE (%)	-3.8%	-5.1%	3.3%	6.2%	8.4%
市盈率	-65.04	-51.30	55.12	27.82	18.85

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	562	731	915	1,164	净利润	-39	32	64	94
YoY (%)	1.2%	30.0%	25.2%	27.1%	折旧和摊销	72	-65	-65	-65
营业成本	266	343	424	529	营运资金变动	-103	-136	-123	-158
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	-46	-129	-86	-78
销售费用	208	230	275	337	资本开支	-36	-214	-229	-244
管理费用	82	69	87	112	投资	109	0	0	0
研发费用	12	3	10	20	投资活动现金流	75	-214	-229	-244
财务费用	11	11	14	17	股权募资	0	29	0	0
资产减值损失	-19	-34	-26	-29	债务募资	191	98	352	327
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	6	339	340	304
营业利润	-36	43	85	125	现金净流量	36	-4	25	-18
营业外收支	2	0	0	0					
利润总额	-34	43	85	125	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	5	11	21	31	成长能力 (%)				
净利润	-39	32	64	94	营业收入增长率	1.2%	30.0%	25.2%	27.1%
归属于母公司净利润	-33	31	61	90	净利润增长率	-26.8%	193.1%	98.1%	47.6%
YoY (%)	-26.8%	193.1%	98.1%	47.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.21	0.20	0.39	0.57	毛利率	52.7%	53.0%	53.7%	54.5%
					净利率	-6.9%	4.4%	7.0%	8.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-3.1%	2.1%	3.2%	3.8%
货币资金	133	128	154	136	净资产收益率 ROE	-5.1%	3.3%	6.2%	8.4%
预付款项	42	54	67	83	偿债能力 (%)				
存货	343	443	546	682	流动比率	1.98	1.70	1.07	0.87
其他流动资产	67	79	92	109	速动比率	0.68	0.50	0.31	0.21
流动资产合计	585	704	858	1,011	现金比率	0.45	0.31	0.19	0.12
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	36.1%	34.4%	46.4%	52.9%
固定资产	247	598	964	1,345	经营效率 (%)				
无形资产	63	80	80	152	总资产周转率	0.53	0.50	0.48	0.49
非流动资产合计	485	764	1,058	1,368	每股指标 (元)				
资产合计	1,071	1,469	1,917	2,378	每股收益	-0.21	0.20	0.39	0.57
短期借款	148	246	598	925	每股净资产	4.14	5.90	6.29	6.86
应付账款及票据	15	19	24	29	每股经营现金流	-0.29	-0.82	-0.54	-0.49
其他流动负债	133	150	178	212	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	296	415	800	1,167	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-51.30	55.12	27.82	18.85
其他长期负债	90	90	90	90	PB	3.30	1.83	1.72	1.57
非流动负债合计	91	91	91	91					
负债合计	387	506	890	1,258					
股本	158	187	187	187					
少数股东权益	32	33	36	40					
股东权益合计	684	963	1,027	1,121					
负债和股东权益合计	1,071	1,469	1,917	2,378					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。