

# 三夫户外 (002780)

**X-BIONIC 未来高增可期, 23Q1 表现较好、全年有望扭亏为盈中性 (维持)**

2023年06月18日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

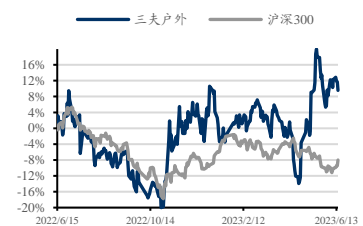
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	562	745	928	1,129
同比	1%	32%	25%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	-33	19	37	55
同比	-27%	156%	95%	51%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.21	0.12	0.23	0.35
P/E (现价&最新股本摊薄)	-64.17	113.80	58.24	38.45

关键词: #新产品、新技术、新客户

## 投资要点

- 以产品+服务打造户外生态平台, 近年净利压力较大, 23Q1 回暖至最好水平。**公司深耕户外运动行业多年, 主营户外用品销售和户外服务运营业务, 以户外用品业务为主, 代理、经销超 300 个户外品牌, 20 年通过收购瑞士黑科技功能运动品牌 X-BIONIC、丰富自有品牌储备。从业绩上看: 11-13 年受益于行业景气, 收入增速较快; 13-16 年受经济疲软行业降速线上渠道冲击影响, 收入增速回落; 17-18 年进行业务模式更新以及业务范围扩张, 收入呈稳定增长; 19-22 年受到计提减值、疫情等影响收入增长平稳、净利压力较大、持续亏损。23 年以来恢复较好, 2023Q1 业绩达公司历史最好水平, 营收 1.88 亿元/yoy+43.25%、归母净利 830 万元/yoy+246.04%、扣非归母净利 680 万元/yoy+482%, 收入增速较高主因①22Q4 以来公司持续新开线下门店贡献增量、②22 年同期雪场店冬奥会期间暂停营业、23Q1 恢复正常、③新增代理品牌 CRISPI 并表贡献, 同时期间费用率降低带动净利增幅超收入、但计提减值冲减部分利润。
- 户外用品: 22 年收入持平略升、自有品牌 X-BIONIC 增速较快、线上表现较好, 23Q1 呈复苏、线下门店持续扩张。**公司以自营、代理和经销三种模式运营户外产品业务, 16-20 年收入 CAGR 3%, 21 年完成收购瑞士黑科技运动奢侈品牌 X-BIONIC、带动整体收入同比+28%。22 年因疫情影响线下门店冬季旺季销售、收入同增+5.11%、增速有所回落, 23Q1 线下消费场景修复后销售呈复苏, 其中: 1) 分品牌看, 22 年自有品牌同比+30%、占户外用品销售比为 31%, 其中 X-BIONIC 同增 37%、表现较好、但受 22Q4 疫情影响较前三季度同增 122%有较大回落; 代理&经销品牌同比-3%、受疫情影响较大, 但部分品牌如攀山鼠表现靓丽, 22 年实现 5000 万元销售、同增 1000%+; 23Q1 自有品牌 X-BIONIC 及代理品牌攀山鼠等增速亮眼, 并表 CRISPI 亦贡献收入增量。2) 分渠道看, 22 年线下/线上收入分别同+2.40%/+11.83%, 线上表现较好主因公司积极布局各类线上工具及电商平台、自建平台及第三方销售平台 GMV 同比增长 60%, 线下 22 年末共 48 家门店、较 21 年末持平, 增长主要系店效提升贡献; 23Q1 门店数为 54 家、同比净增 11 家/yoy+26%。
- 户外服务: 22 年疫情抑制线下活动需求、露营地运营快速发展, 23Q1 客流逐渐恢复、但同比仍承压。**公司拥有“松鼠部落”、“鹰极安全教育”、“三夫小勇士”以及“Sanfo Hood 野奢营地”四大 IP 项目。11-19 年收入 CAGR 达 49%; 20 年疫情抑制线下活动需求导致收入下滑 23%; 21 年显著恢复、收入同增 35%; 22 年受到疫情扰动收入同-13%, 其中松鼠部落、鹰极安全教育受疫情冲击较为严重, 松鼠部落落地乐园累计接待游客同比下滑 31%、鹰极安全教育营地较长时间处于停滞状态, Sanfo Hood 野奢营地抢占 22 年露营热潮, 全年落地 15 个露营地、单个营地日均流量超 200 人, 并与高端民宿、旅游景区战略合作推广露营文化, 三夫小勇士链接公司亲业务板块, 全年举办 6 场赛事、单场超 1000 组家庭参与。23Q1 团建、赛事及松鼠部落乐园客流量同比仍回落、逐步复苏, 4 月以来逐渐恢复正常。
- 期间费用率波动较大, 存货规模有所上升。**1) 毛利率: 16-21 年处于 42%-50%区间, 22 年同比+2.37pct 至 52.67%, 主因户外用品占比提升所致。23Q1 毛利率同比-11.44pct 至 51.27%, 主要系户外服务业务收入客流仍承压、毛利率降低所致。2) 期间费用率: 16-21 年处于 33%-47%区间宽幅震荡, 22 年同比+8.36pct 至 55.64%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.82/+2.19/-0.04/+0.39pct 至 36.93%/14.64%/1.93%/2.14%。23Q1 年同比-11.81pct 至 42.90%, 正经营杠杆下费用控制较好。3) 归母净利率: 考虑毛利率及费用率影响, 22 年净利率同比-1.19pct 至-5.90%, 23Q1 同比+2.58pct 至 4.41%。4) 存货: 23Q1 末存货同比增 52%, 主要系自有品牌销售增长、备货提升所致。存货周转天数为 357 天、同比减少 102 天。
- 盈利预测与投资评级:**公司深耕户外领域多年, 着力建设产品+服务户外生态平台, 近年来收入增速相对平稳、利润端压力较大, 23 年以来业绩有所回暖。公司持续聚焦 X-BIONIC 自有品牌研发, 丰富滑雪、春夏等产品线, 23 年目标翻倍增长、长期目标占户外用品比例达 50%; 并扩充高端代理品牌, 22 年 11 月通过收购上海飞蛙、取得意大利高端休闲登山鞋品牌 CRISPI 中国区的独家代理权, 包括 110 家户外渠道、26 家商场渠道及 9 家线上渠道, 产品系列涵盖高山滑雪、专业登山、经典户外等全线产品, 并表增厚公司业绩、进一步丰富公司高端产品线。23 月初董事长张恒定增不超过 1.8 亿元, 主要用于补充流动资金及偿还银行贷款, 彰显发展信心。考虑 22 年业绩低于预期、但 23Q1 恢复较好, 我们上调 23-24 年净利预测由 0.11/0.22 亿元至 0.19/0.37 亿元、增加 25 年预测值 0.55 亿元, 对应 23-25 年 PE114/58/38X, 估值较高, 维持“中性”评级。
- 风险提示:** 疫情反复、消费疲软、户外行业增长放缓、新品牌发展不及预期等。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	13.51
一年最低/最高价	9.73/15.00
市净率(倍)	3.23
流通 A 股市值(百万元)	1,765.12
总市值(百万元)	2,129.01

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.19
资产负债率(% ,LF)	38.82
总股本(百万股)	157.59
流通 A 股(百万股)	130.65

## 相关研究

《三夫户外(002780): 净利端压力缓解, 产品+服务打造户外生态平台》

2022-05-25

## 三夫户外三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>585</b>	<b>598</b>	<b>638</b>	<b>698</b>	<b>营业总收入</b>	<b>562</b>	<b>745</b>	<b>928</b>	<b>1,129</b>
货币资金及交易性金融资产	141	205	224	249	营业成本(含金融类)	266	357	441	531
经营性应收款项	66	71	84	102	税金及附加	3	5	6	7
存货	343	285	293	310	销售费用	208	246	302	361
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	83	103	124
其他流动资产	35	36	37	38	研发费用	11	12	15	18
<b>非流动资产</b>	<b>485</b>	<b>514</b>	<b>548</b>	<b>584</b>	财务费用	12	10	11	11
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	3	2	3	3
固定资产及使用权资产	369	398	431	468	投资净收益	2	0	5	6
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	63	63	63	63	减值损失	-16	-9	-10	-11
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	-5	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	<b>营业利润</b>	<b>-36</b>	<b>26</b>	<b>49</b>	<b>74</b>
其他非流动资产	20	20	20	20	营业外净收支	2	0	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1,071</b>	<b>1,112</b>	<b>1,185</b>	<b>1,283</b>	<b>利润总额</b>	<b>-34</b>	<b>25</b>	<b>49</b>	<b>75</b>
<b>流动负债</b>	<b>296</b>	<b>319</b>	<b>355</b>	<b>397</b>	减:所得税	5	6	12	19
短期借款及一年内到期的非流动负债	185	185	185	185	<b>净利润</b>	<b>-39</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	<b>56</b>
经营性应付款项	15	39	54	73	减:少数股东损益	-5	0	0	1
合同负债	41	36	44	53	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-33</b>	<b>19</b>	<b>37</b>	<b>55</b>
其他流动负债	55	59	72	85	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.21	0.12	0.23	0.35
非流动负债	91	91	91	91	EBIT	-19	42	62	87
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	54	53	74	100
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	52.67	52.10	52.52	52.93
租赁负债	89	89	89	89	归母净利率(%)	-5.90	2.51	3.94	4.91
其他非流动负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	1.23	32.45	24.64	21.58
<b>负债合计</b>	<b>387</b>	<b>410</b>	<b>446</b>	<b>487</b>	归母净利润增长率(%)	-26.79	156.38	95.41	51.47
归属母公司股东权益	652	670	707	762					
少数股东权益	32	32	33	33					
<b>所有者权益合计</b>	<b>684</b>	<b>703</b>	<b>739</b>	<b>795</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,071</b>	<b>1,112</b>	<b>1,185</b>	<b>1,283</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-46	115	69	79	每股净资产(元)	4.14	4.25	4.49	4.84
投资活动现金流	75	-40	-50	-54	最新发行在外股份(百万股)	158	158	158	158
筹资活动现金流	6	-11	-11	-11	ROIC(%)	-2.28	3.26	4.66	6.24
现金净增加额	36	64	9	15	ROE-摊薄(%)	-5.09	2.79	5.17	7.26
折旧和摊销	72	11	12	13	资产负债率(%)	36.15	36.82	37.62	37.98
资本开支	-36	-40	-44	-49	P/E(现价&最新股本摊薄)	-64.17	113.80	58.24	38.45
营运资本变动	-103	63	-6	-19	P/B(现价)	3.27	3.18	3.01	2.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>