

2023年07月14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:	15.00/9.73
目标价格:		总市值(亿)	20.83
最新收盘价:	13.22	自由流通市值(亿)	17.27
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

公司预告 23H1 收入 3.4-3.8 亿元，同比增长 43%-60%；净利 1100-1650 万元，同比扭亏；扣非净利 850-1275 万元，同比扭亏。其中，23Q2 收入约为 1.52-1.92 亿元，同比增长 44%-82%；净利/扣非净利约为 270-820/170-595 万元，同比扭亏。我们分析，公司实现扭亏主要得益于：（1）X-BIONIC 收入维持较快增长，我们分析受益于线下独立店开店、线上增长、及线下客流恢复带来同店增长；（2）受益于线下客流恢复、毛利率提升，我们预计主业三夫集合店和松鼠乐园实现扭亏为盈。

7 月 13 日公司公告全资子公司上海飞蛙商贸有限公司近期与 Houdini Sportswear AB 签署了《独家代理协议》，期限为 23.7.1-28.12.31。Houdini 品牌由瑞典登山家、女性设计师 Lotta Giomofelice 创立于 1993 年，总部位于瑞典斯德哥尔摩。该品牌强调功能与时尚相结合，以科技创新材料和冷淡配色而出名，产品线主要以滑雪、徒步为主。同时该品牌始终坚持环保和极简主义理念，致力于研发生产可持续发展面料产品，推出的所有服装产品在保持功能性的同时还可以最大程度的减少对环境的污染，是北欧户外美学的代表品牌之一，凭借创新型面料、前沿设计和环保意识，成为了北欧标志性户外品牌之一。

分析判断：

X-BIONIC 收入维持较快增长，今年有望实现盈利。我们预计疫后随着快速开店，XB 品牌有望实现翻倍增长，根据业绩预告，XB 上半年已增长 50%以上。（1）开店方面，今年品牌与万象城体系合作，根据 22 年报，今年计划新开 2-3 家 XB 旗舰店，5-8 家 XB 品牌专营店，根据投资者问答，目前已开北京 DT51 和深圳万象城，已与长春和沈阳万象城签约。（2）产品方面，外层占比提升超预期，一方面公司新增了内层的基础款，即下摆宽松度提升，扩大了公路跑和徒步人群；另一方面新增了商务和高尔夫系列，弥补了内层淡季销售。（3）营销方面，加大品牌营销与渠道投入，一方面通过品牌代言人和小红书、抖音、微博等社交媒体多渠道传播，实现品牌破圈；另一方面，加大对专业赛事的赞助，包括崇礼 168 越野赛、铁人三项、市级或国家级赛事、商学院活动等，组织开展会员活动，如雪季滑雪赛、登山活动。

线下客流恢复和毛利率提升，实现扭亏为盈。主业户外用品线下客流逐步恢复，线上销售保持增长，销售毛利率提升，实现扭亏为盈。松鼠乐园 Q2 客流恢复较好，赛事板块加大活动营销投入，根据公司投关活动记录表，Q2 成功举办崇礼 168 越野赛、平谷铁人三项等活动。根据 22 年报，公司计划今年线下开设 1-2 家代理品牌集合店，3-4 家多品牌、多品类旗舰店，5-6 家滑雪店，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。

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，利润端有望实现扭亏为盈；（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”迎来疫后客流恢复，亲子板块有望实现盈利；

（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，22 年攀山鼠销售额为 5000 万元、同比增长 1000%以上，23Q1 攀山鼠的销售收入约为 1700 万元、同比增长 302%。公司 23 年 5 月公告拟向董事长张恒先生定增不超过 1.8 亿元，认购价格为 9.39 元，主要用于补充营运资金，优化财务结构、降低财务风险。维持 23-25 年收入预测 7.31/9.15/ 11.64 亿元，维持 23-25 年归母净利润预测

0.31/0.61/0.90 亿元，维持 23-25 年 EPS 预测 0.20/0.39/0.57 元，2023 年 7 月 14 日收盘价 13.22 元对应 23/24/25 年 PE 估值为 67/34/23X，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；向董事长的定增未完成；系统性风险。

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	-79.61	-62.79	67.47	34.02	23.04

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：

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。