

净利率大幅提升，X品牌维持高增长

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)	20.63
最新收盘价:	13.09	自由流通市值(亿)	16.03
		自由流通股数(百万)	122.48

事件概述

2023H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流净额分别为 3.60/0.11/0.09/0.07 亿元、同比提升 51.87%/171.85%/147.05%/137.80%，符合公司业绩预告。归母净利增幅高于收入主要由于销售及管理费用率大幅下降；经营性现金流净额（0.07 亿元）略低于净利主要由于经营性应收项目增加。23Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 1.72/0.03/0.02 亿元、同比增长 62.57%/116.75%/109.96%。

分析判断：

主业疫后复苏，但松鼠乐园仍受天气影响客流。2023H1 年户外用品/户外服务收入分别为 3.34/0.26 亿元、同比增长 52.3%/49.7%，其中户外用品除去 XB 品牌收入为 2.55 亿元、同比增长 52.98%。户外用品业务增长主要来自线下贡献：（1）2023H1 年门店业务收入为 1.91 亿元、同比增长 64.7%；截至 2023H1 末公司共 51 家零售店（其中 XB 品牌门店 17 家；其中旗舰店/标准店/精品店/品牌店/滑雪店分别 10/9/11/10/11 家），店数同比增长 8.5%（23H1 净开店 3 家（XB 品牌门店新增 2 家）），推算半年店效同比增长 51.8%至 375 万；从面积看，总店铺面积约为 2.2 万平米、同比上升 7%，从而推出半年平效同比提升 54.2%。（2）线上：自建平台及第三方销售平台的交易额为 2.30 亿元，同比增长 66.5%。三夫户外线上小程序累计访客超 15 万人次、成交额超过 430 万元。根据 Datayes 追踪数据，公司 1-6 月线上主流电商平台当月销售额同比增长 75%/134%/157%/421%/165%/83%。当前公司基于小程序微商城的线上线下会员互通体系正在构建，预计 23H2 落地运营。（3）户外服务大幅回升，主要由于疫情管控政策放开，户外亲子乐园、赛事、团建等业务逐步开放，但恶劣天气（武汉暴雨、南京大雨）仍为各户外业务造成一定影响。23H1 公司乐园、团建、赛事业务分别收入 0.15/0.05/0.01 亿元，同比提升 8%/132%/4963%。2023H1 公司松鼠部落累计接待游客 36.54 万人次、同比增长 38.99%。从子公司净利情况来看，上海悉乐（松鼠乐园）上半年仍为亏损 584 万元。

XBIONIC 增长 50%，目前共 17 家独立店。（1）2023H1 年公司自有品牌收入为 0.93 亿元、同比增长 45.44%；其中服装/鞋袜/装备类收入为 0.84/0.04/0.05 亿元、同比增长 43.8%/12.8%/181.8%、占比分别为 90.37%/4.34%/5.29%；其中 X-BIONIC 产品收入为 7852.61 万元、同比增长 50.26%。XB 品牌持续扩张，7 月新增 2 家门店，公司预计下半年将继续开设店铺 3 家以上。（2）我们分析，X 品牌高增长原因在于：1）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。2）营销层面，继专业运动圈后，在商学院圈、时尚圈实现了逐步破圈。

23Q2 净利率大幅增长，主要受益于规模效应带来销售、管理费用率大幅改善及资产减值损失下降。2023H1 年公司毛利率为 52.95%、同比下降 5.85PCT，主要由于户外鞋袜和装备毛利率下降，其中 Q2 毛利率 54.81%，同比提升 0.86PCT。23H1 年户外服装/户外鞋袜/户外装备毛利率分别为 60.78%/49.14%/45.95%，同比下滑 5.1/9.7/9.1PCT。23H1 年归母净利率为 3.15%、同比提升 9.81PCT，主要由于费用率下降，2023H1 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.82%/11.91%/1.37%/2.40%、同比下降 6.98/5.32/0.92/0.08PCT。资产减值损失/收入为 2.16%、同比下降 3.13PCT，主要由于存货跌价损失及合同履行成本减值损失减少；所得税/收入占比为 1.45%、同比下降 0.8PCT。23Q2 净利率为 1.77%，同比增长 18.98PCT，2023Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 33.36%/12.76%/1.46%/2.87%、同比下降 7.56/7.61/1.05/-0.55PCT。

库存周转天数下降。2023H1 公司存货为 3.8 亿元，同比增长 31.5%，存货周转天数为 384.9 天、同比下降 109 天。公司应收账款为 0.21 亿元、同比减少 44.68%，平均应收账款周转天数为 11.3 天、同比减少 14.1 天；公司应付账款为 0.26 亿元、同比减少 53.76%，平均应付账款周转天数为 21.8 天、同比减少 55.5 天。

投资建议

我们分析，（1）X-BIONIC 下半年即将迎来旺季，特别是滑雪店 22Q4 受到疫情影响，今年有望贡献增量；（2）期待天气正常后“松鼠部落亲子户外乐园+三夫小勇士+鹰极安全教育基地”迎来客流恢复并带来利润改善；（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。23H1 攀山鼠实现销售 4,000 万+，同比增长 300%；CRISPI 实现批发销售 2,800 万+，同比增长超 50%。7 月 13 日公司新增代理户外美学品牌 Houdini。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，底部提振信心。维持 23-25 年收入预测 7.31/9.15/ 11.64 亿元，归母净利预测 0.31/0.61/0.90 亿元，EPS 预测 0.20/0.39/0.57 元，2023 年 8 月 14 日收盘价 13.09 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；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	-78.83	-62.17	66.81	33.69	22.81

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%	98.3%	47.7%
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	1.71	1.09	0.88
其他流动资产	67	79	92	109	速动比率	0.68	0.52	0.33	0.23
流动资产合计	585	704	858	1,011	现金比率	0.45	0.33	0.21	0.14
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	63	63	63	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	-0.26	0.02	0.07
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	-62.17	66.81	33.69	22.81
其他长期负债	90	90	90	90	PB	3.30	2.22	2.08	1.91
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。