

三夫户外 (002780.SZ)

国内户外连锁零售领导者，三位一体多渠道

运营推进全国化布局

评级：
目标价(元)：
分析师
吴晓宇
S0740515030001
021-20315169
wuxy@r.qlzq.com.cn
2015年11月22日

前次：
18-21
联系人
王雨丝
wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	50
流通股本(百万股)	0
市价(元)	9.42
市值(百万元)	471
流通市值(百万元)	0

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	283.97	291.50	337.70	392.15	450.57
营业收入增速	20.39%	2.65%	15.85%	16.12%	14.90%
净利润(百万元)	32.59	27.85	31.59	40.16	49.44
净利润增长率	17.28%	-14.53%	13.41%	27.16%	23.11%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.42	0.47	0.60	0.74
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)			19.98	15.71	12.76
PEG			1.49	0.58	0.55
每股净资产(元)	2.67	2.95	5.81	6.41	7.15
每股现金流量	0.05	0.25	0.39	0.39	0.57
净资产收益率	18.21%	14.09%	8.11%	9.35%	10.32%
市净率			1.62	1.47	1.32
总股本(百万股)	67.00	670.00	67.00	67.00	67.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 三夫户外为国内户外连锁零售商领导者，主营户外服装、鞋袜和装备，收入稳定增长，2011-2014 收入 CAGR 10.31%，2014 年总销售额为 2.92 亿元，占国内专业户外店总销售额 8%，毛利率 43.6%。目前公司已与国内外 370 多个主流品牌稳定合作，拥有 37 家门店。
- 户外运动行业：新兴蓝海市场，体育行业持续大发展：户外运动市场在国外发展较为成熟，中国市场也处于快速发展阶段，过去 15 年复合增速达 45%，考虑国内人口基数大及消费水平提升空间巨大，国内户外用品市场未来发展空间依旧巨大，快速增长的旅游文化产业则是其持续发展的根本动因。同时国内户外运动市场格局较为分散，在消费者品牌意识提升及厂商推广力度加大背景下行业竞争愈发激烈，渠道商将充分受益于行业快速增长及品牌竞争加剧态势。此外体育行业也与户外运动行业高度相关，随着政策推动及需求爆发，行业正处于十年发展黄金期，户外运动行业更将充分受益于此。
- 三位一体多渠道运营模式，打造户外专业零售商领导品牌：三夫俱乐部增强客户粘性，铸就长期竞争力。其为国内最大户外运动俱乐部，具有体验式消费冲击力大、消费者忠诚度高、口碑相传可信度高三大优点，这将成为公司抢占市场份额，整合户外运动市场的长期竞争力。2014 年会员总消费额 1.85 亿元，占公司营业收入 64%。2008-2014 年公司门店数量及收入规模增速均处于行业高位，37 家门店覆盖国内核心城市，公司成为国内户外用品连锁零售业中经营规模较大的企业之一。积极发展电商业务，与三夫俱乐部、直营门店组成公司三位一体运营模式。此外，公司品牌资源丰富，与多个国内外知名品牌合作时间长达 10 年，公司拥有高知名度与行业影响力。
- 募投项目强化直营渠道，推进全国化布局。投资 15,680 万元新建 29 家直营店，实现全国化布局，提升品牌影响力，推动业绩长期增长。同时，投资 1,010.40 万元升级信息系统，3,335.41 万元补充流动资金。

- **盈利预测及估值：**我们预计 2015-2017 年收入增速分别为 15.85%、16.12%、14.90%。同期归属母公司净利润增速分别为 13.41%、27.16%、23.11%。EPS 分别为 0.47 元、0.60 元和 0.74 元。按发行价 9.42 元计算，对应估值为 20 倍、16 倍和 13 倍。考虑到公司较好的成长性、标的稀缺性及其行业领导者地位，同时将享受体育行业爆发增长红利及次新股溢价，给予公司 2016 年 30-35 倍估值，目标价 18-21 元。
- **风险提示：**零售端销售低于预期。品牌供应商销量低于预期，或断货。门店扩张进度及费用控制低于预期。

内容目录

国内户外连锁零售商领导者	4
国内户外连锁领导者，2014 年市占率 8%	4
线上线下同步发展	5
定位中高端，覆盖 370 个国内外主流户外品牌	6
股权结构	6
户外运动行业：新兴蓝海市场，体育行业持续大发展	7
国内新兴消费分支，行业成长空间广阔	7
集中度提升趋势凸显，专卖店及商场渠道突出	9
体育行业春风起，政策推进行业爆发	10
三位一体多渠道运营模式，打造户外专业零售领导品牌	12
三夫俱乐部增强客户粘性，铸就长期竞争力	13
连锁渠道规模优势凸显，线上线下同步发展	13
品牌资源丰富，与国内外众多主流品牌建立良好合作	15
具备高知名度和行业影响力	16
募投项目重点强化直营渠道	16
营销网络建设	16
信息系统升级改造	17
补充流动资金	17
盈利预测及估值	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：2011-2014 年营业收入及增速（万元）	4
图表 2：2011-2014 年归属净利润及增速（万元）	4
图表 3：2011-2014 年分产品收入占比	4
图表 4：分产品毛利率及整体毛利率	4
图表 5：2012-2014 年各销售方式收入占比	5
图表 6：公司与探路者存货周转率对比	5

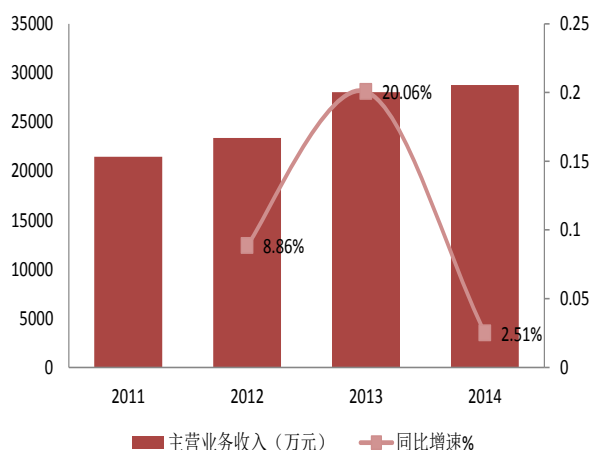
图表 7: 2012-2014 年各销售渠道收入占比.....	- 5 -
图表 8: 公司门店分部图.....	- 6 -
图表 9: 公司主要合作品牌.....	- 6 -
图表 10: 公司股权结构图.....	- 6 -
图表 11: 2012 年各国户外运动市场容量.....	- 7 -
图表 12: 中国户外运动市场规模 (亿元)	- 8 -
图表 13: 国内旅游总人次持续较好增长.....	- 8 -
图表 14: 国内旅游总收入及人均销售持续增长.....	- 8 -
图表 15: 国内户外市场集中度持续提升.....	- 9 -
图表 16: 国内户外运动品牌数量变化.....	- 9 -
图表 17: 国内户外用品分渠道情况.....	- 9 -
图表 18: 业内专业户外店对比	- 10 -
图表 19: 2007-2013 年国内体育产业增加值即占 GDP 比重.....	- 10 -
图表 20: 体育产业相关政策.....	- 11 -
图表 21: 公司三维一体运营模式.....	- 12 -
图表 22: 三夫俱乐部三优势.....	- 13 -
图表 23: 三夫俱乐部各年限会员人数占比.....	- 13 -
图表 24: 全行业专业店数量增速及公司专业店数量增速.....	- 14 -
图表 25: 专业户外店零售总额增速及公司营业收入增速.....	- 14 -
图表 26: 三夫户外网.....	- 14 -
图表 27: 天猫旗舰店.....	- 14 -
图表 28: 2012-2014 年线上收入及增速 (万元)	- 15 -
图表 29: 2012-2014 年线上线下收入占比.....	- 15 -
图表 30: 三夫主要合作品牌.....	- 15 -
图表 31: 合作十年品牌.....	- 16 -
图表 32: 募投资金使用计划.....	- 16 -
图表 33: 新增店铺区域分布图.....	- 17 -
图表 34: 可比公司估值对比表	- 18 -
图表 35: 销售预测 (万元)	- 19 -
图表 36: 财务报表 (万元)	- 20 -

国内户外连锁零售商领导者

国内户外连锁领导者，2014 年市占率 8%

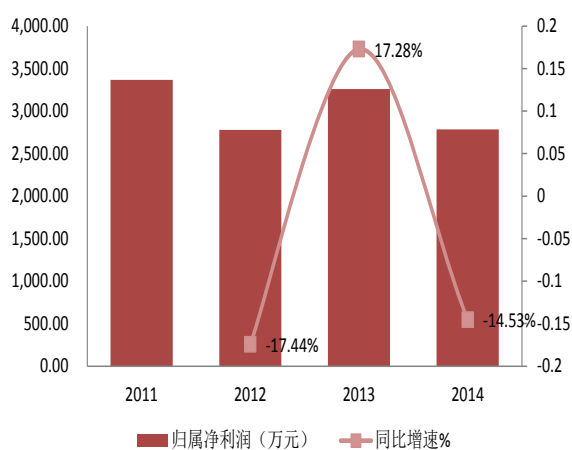
- 公司是国内首批成立的专业户外用品连锁零售商之一，也是规模较大的全国布点的专业户外用品直营连锁零售商之一，在专业户外运动用品连锁零售领域处于领先地位。2014 年总销售额为 2.92 亿元，约占国内专业户外店总销售额的 8%。

图表 1: 2011-2014 年营业收入及增速 (万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

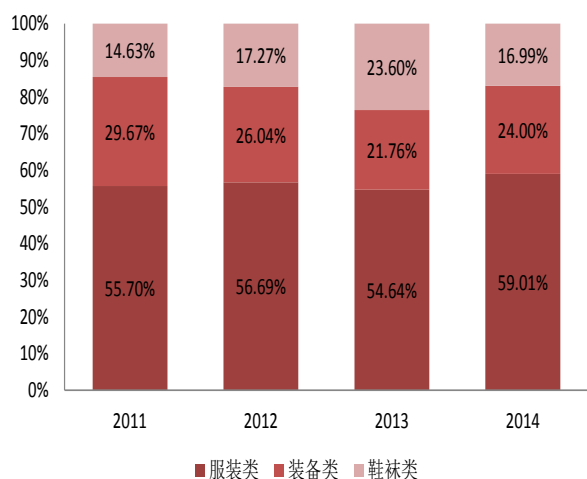
图表 2: 2011-2014 年归属净利润及增速 (万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

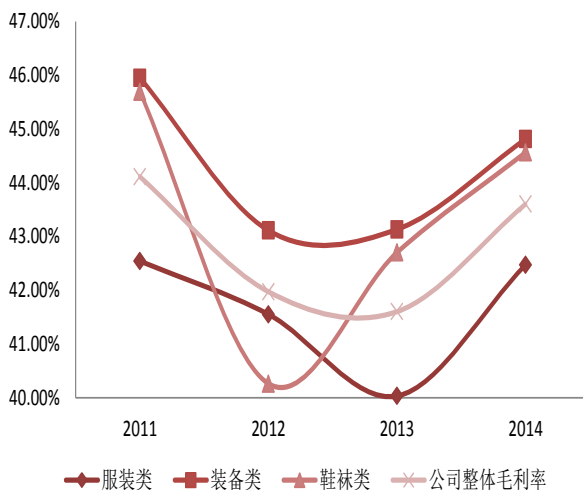
- 公司主营户外服装、鞋袜和装备，并陆续引入自驾车类、儿童户外、自行车类、跑步、滑雪类产品，基本覆盖了户外用品的所有种类。

图表 3: 2011-2014 年分产品收入占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 分产品毛利率及整体毛利率

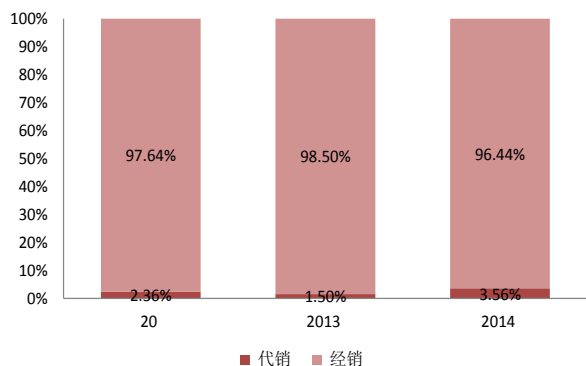


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司销售模式以经销为主，占营业收入的 96%。因此对自行决定存货生产周期的探路者存货周转率较低。未来，随着公司规模扩大，知名度提

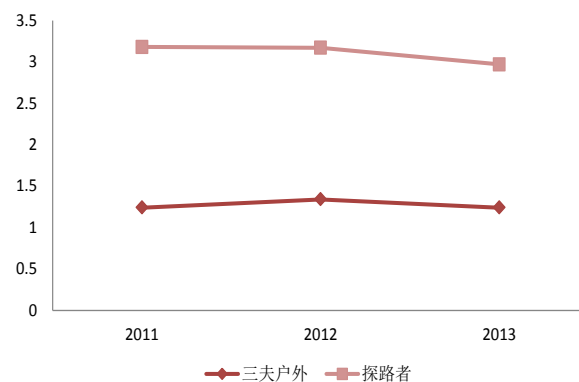
升，议价能力提升，代销比例将不断扩大，将优化公司库存管理，提升存货周转率。

图表 5: 2012-2014 年各销售方式收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 公司与探路者存货周转率对比

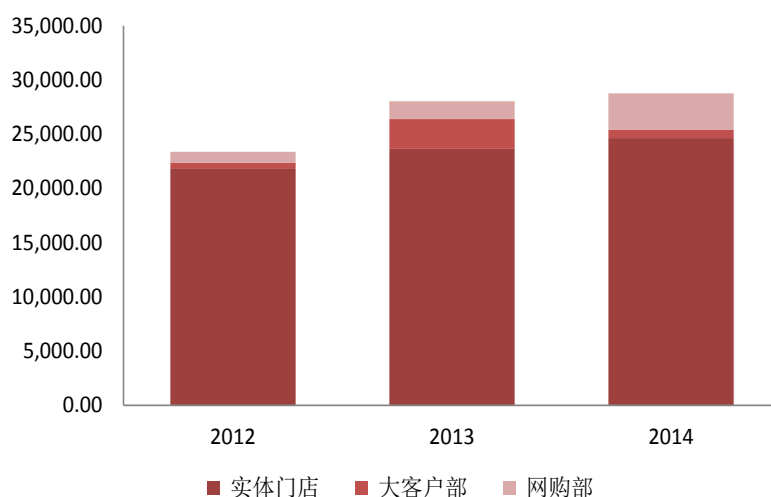


来源：Wind，中泰证券研究所

线上线下同步发展

- 公司销售渠道以实体店为主，大客户和网络销售为辅。2014 年实体店、大客户部和网购部的销售收入分别为 24,638.32 万元、771.1 万元和 3,337.46 万元，销售占比分别为 85.71%、2.68%和 11.61%。近三年公司线上收入发展飞快，年复合增速达 85.59%，收入占比也从 2012 年的 4.29%提升至 2014 年的 11.61%。

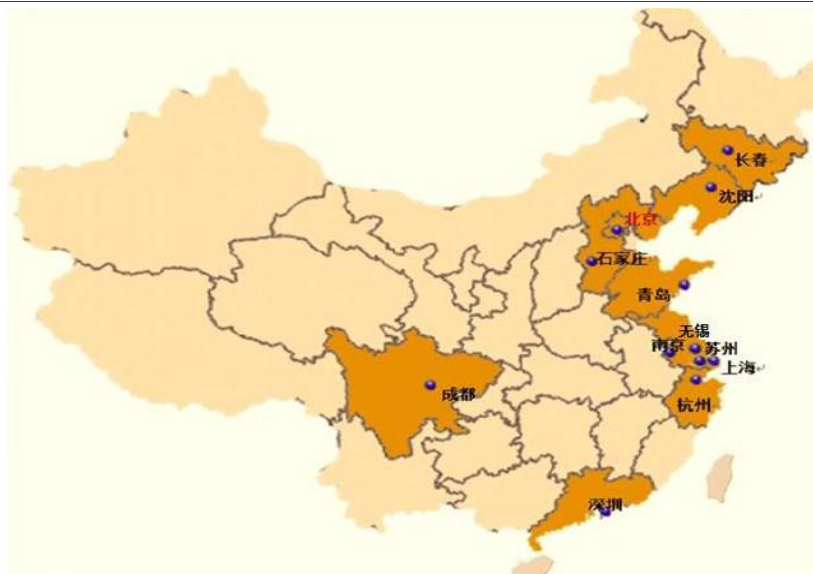
图表 7: 2012-2014 年各销售渠道收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 目前公司共有 14 家子公司，下辖 37 家门店，总经营面积 1.4 万平方米，覆盖国内主要经济发达地区及户外资源丰富地区。门店分布于北京、上海、深圳、南京、杭州、成都、沈阳、长春、石家庄、青岛、苏州、无锡 12 个城市，其中在北京就拥有 13 家门店。

图表 8：公司门店分部图



来源：公司公告，中泰证券研究所

定位中高端，覆盖 370 个国内外主流户外品牌

- 目前公司经营的品牌约 370 多个，覆盖大部分国内外主流户外品牌（如 The North Face、CAMP、PATAGONIA、始祖鸟等），以高中端品牌为主，低端品牌为辅。

图表 9：公司主要合作品牌

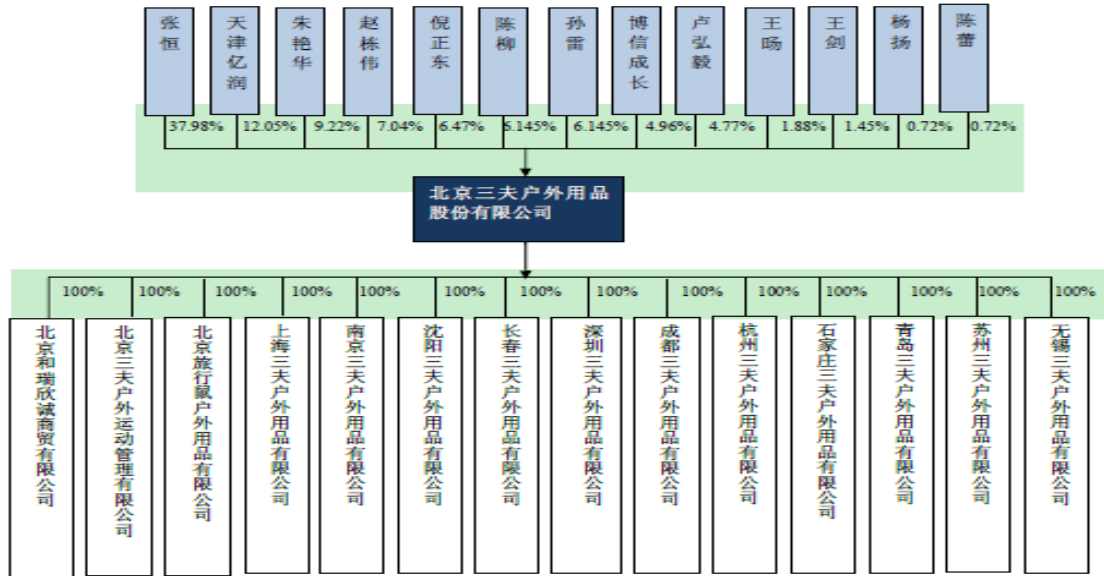
户外服装	户外鞋袜	户外装备
始祖鸟	LOWA	始祖鸟
TNF	CRISPI	SUUNTO
KAILAS	SALOMON	OSPREY
JWS	OZARK	TNF
COLUMBIA	TNF	KAILAS

来源：公司公告，中泰证券研究所

股权结构

- 根据已披露的招股说明书，公司实际控制人为张恒先生，持有公司 37.98% 股份，同时也是公司创始人，现任公司董事长兼总经理。本次发行前公司总股本 5,000 万股，本次发行股份不超过 1,600 万股，本次发行股份占发行后总股本比不低于 25%。

图表 10：公司股权结构图



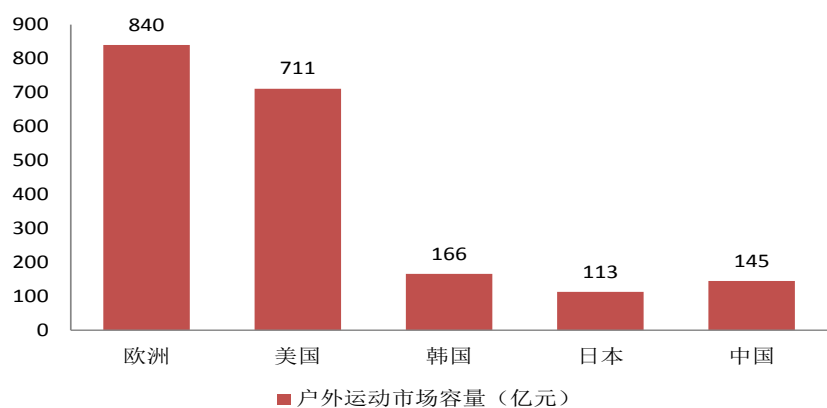
来源：公司公告，中泰证券研究所

户外运动行业：新兴蓝海市场，体育行业持续大发展

国内新兴消费分支，行业成长空间广阔

- 现代户外运动起源于欧美，发展历史已有一百多年，其中欧洲为全球最大的户外运动市场，而美国则次之。在亚洲韩国、日本及中国为主要的户外用品消费国。2012年来看，全球主要户外用品消费市场零售额情况如下：欧洲 840 亿，美国 711 亿，韩国 166 亿，日本 113 亿，中国为 145 亿（以上均为人民币）。总体而言，考虑到中国人口基数因素，国内人均户外用品消费市场仍处于快速成长期。

图表 11：2012 年各国户外运动市场容量



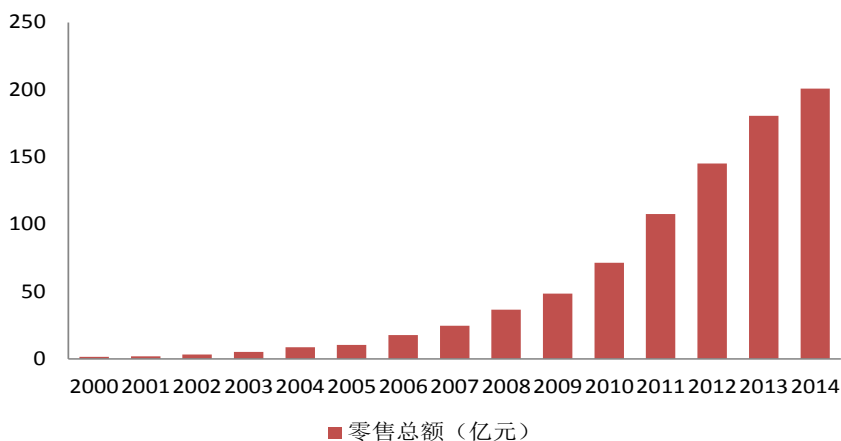
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 而中国市场来看，随着人均生活水平的提高、旅游生活方式的引入及消费者需求意识的提升，国内户外用品市场保持爆发式增长态势。根据 COCA 统计，中国户外用品零售总额从 2000 年到 2014 年以年均 45.37% 的速度增长，2014 年国内零售总额达到 200.8 亿元，成为新兴的蓝海消

费市场。但总体而言，考虑到国内人口巨大基数和经济发展水平，国内户外用品市场发展空间依旧巨大。

- 并且目前国内市场仍处于成长初级阶段，对比国外来看发展空间巨大，其中欧洲的市场容量最大，美国次之。在亚洲，户外运动的发展十分迅速，其中韩国、日本与中国跃升为主要的户外用品消费国。

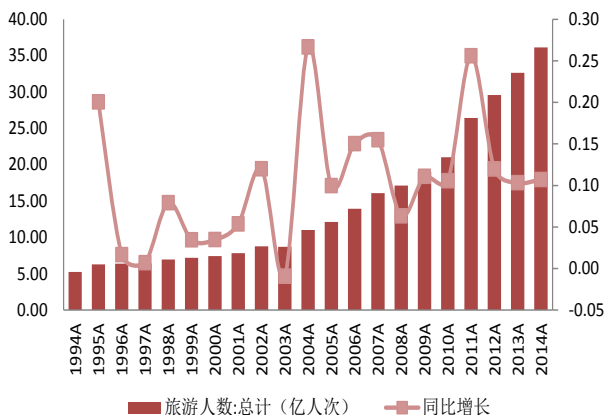
图表 12：中国户外运动市场规模（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

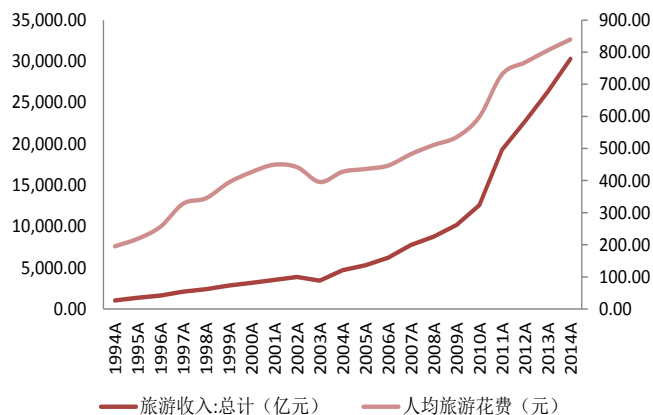
- 而户外运动市场高速增长的背后，则是旅游等高层次消费需求的崛起，根据国家统计局数据，国内旅游总人次从 1994 年的 5.24 亿人次增长到 2014 年的 36.11 亿人次，近十年来增速一直稳定在 10% 以上。同时旅游消费规模也持续扩张，国内旅游总收入从 2001 年的 0.56 万亿元增长到 14 年的 3.38 万亿，同时人均旅游花费于 2014 年也达到 839.7 亿元。因此快速增长的旅游及相应户外运动需求，造就了户外运动市场的崛起。

图表 13：国内旅游总人次持续较好增长



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：国内旅游总收入及人均销售持续增长

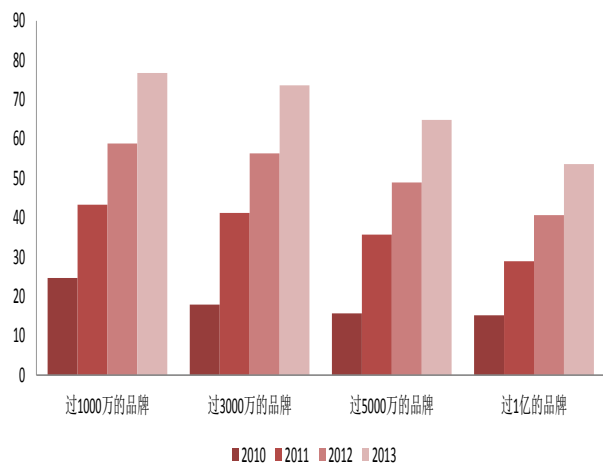


来源：Wind，中泰证券研究所

集中度提升趋势凸显，专卖店及商场渠道突出

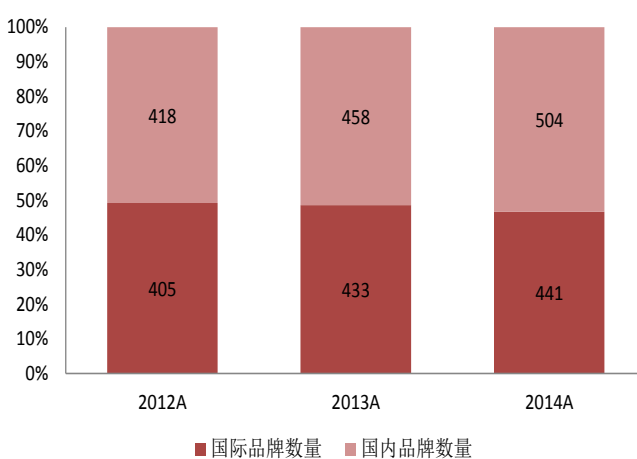
- 市场格局层面，根据 COCA 数据，2014 年国内户外运动品牌数量达到 945 个，其中国内品牌 504 个，国外品牌 441 个，同时国内新增品牌中又大量以网络销售渠道为主，或纯网络销售的户外运动品牌。且从集中度来看，销售过 1 亿的品牌销售合计总额占总销售的比重从 2010 年的 15.2% 增长到 2013 年的 53.6%，显示在消费者品牌意识提升及厂商推广力度加大背景下行业集中度持续提升。

图表 15：国内户外运动市场集中度持续提升



来源：COCA, 中泰证券研究所

图表 16：国内户外运动品牌数量变化



来源：COCA, 中泰证券研究所

- 国内的户外用品销售渠道主要包括专业户外店、商场店与线上销售等等，其中专业户外店和商场店在数量及零售额上占据绝大多数。2014 年国内户外店及商场店数量分别为 2165、7872 家，销售额分别达到 37.4、116.5 亿元。

图表 17：国内户外用品分渠道情况

项目	形式	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
数量 (家)	户外店	1285	1379	1422	1841	1987	2119	2165
	商场店	1620	1851	2092	3957	5962	7716	7872
	其他渠道	9	23	43	87	347	613	658
	合计	2914	3253	3557	5885	8296	10448	10,695
零售额 (亿元)	户外店	14.6	17.4	25.4	30.6	34.4	36.7	37.4
	商场店	20.7	28.8	40.1	68.1	85.3	108.2	116.5
	其他渠道	1.2	2.3	5.8	8.9	25.5	35.6	46.9
	合计	36.5	48.5	71.3	107.6	145.2	180.5	200.8

来源：COCA, 中泰证券研究所

- 同时行业的竞争格局就分为两个层次，一是品牌商之间的竞争，二是零售商之间的竞争，诚如美特斯邦威与李宁、苏宁与国美之间的关系。随着国内市场竞争的日趋激烈，品牌数量的增多意味着品牌商竞争难度的加大，但是对于零售商而言，品牌数量的增多意味着品牌资源的丰富、

供应商数量的增多、消费者可选择余地的增加，同时上游行业供应充足、充分竞争也有利于零售商降低采购成本、提升规模效应、增强议价能力，在衔接供应商与消费者之间获取更大的话语权。

- 目前国内商场渠道商包括百丽、宝元、哈尔滨申格，长春白文，沈阳给力等等。而专业户外店则有三夫户外，图途（厦门）户外用品有限公司，深圳火狐狸，西安绿蚂蚁，杭州众嘉禾户外等。其中部分专业户外店的经营情况如下：

图表 18：业内专业户外店对比

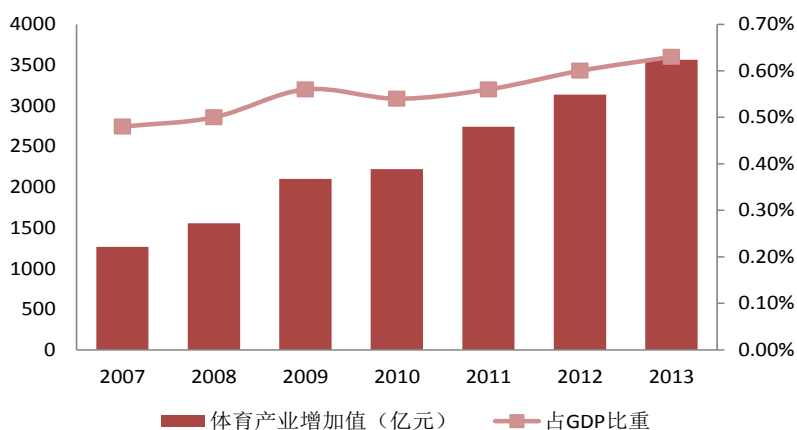
专业户外店	店铺数量	店铺所在区域	其他
三夫户外	37	北京、上海、南京、杭州、成都、深圳、沈阳、长春、石家庄、青岛、苏州、无锡 12 个城市	开展网络销售业务、苏州店、无锡店、西红门三家商场店
图途（厦门）户外用品有限公司	700 多家（多为加盟店）	河南、甘肃、重庆、山东、天津、宁夏、内蒙古等	开展网络销售业务百货商场专柜
西安绿蚂蚁	13	西安、榆林等	另有若干“生活无限”百货商场专柜开展网络销售业务
深圳火狐狸	11	深圳、东莞、成都、大连等	开展网络销售业务
杭州众嘉禾户外	9	杭州、金华、台州、宁波、嘉兴等	开展网络销售业务
杭州风雪户外	3	杭州等	另有若干商场专柜。开展网络销售业务
西安重点户外	3	西安、宝鸡等	另有若干商场专柜开展网络销售业务

来源：公司公告，中泰证券研究所

体育行业春风起，政策推进行业爆发

- 体育活动可分为户外活动、运动活动及健身活动，户外活动作为其中一大类，与体育行业发展密不可分。近年来，国内体育产业增长迅速，2013 年全国体育及相关产业总产出 1.1 万亿元，同比增长 11.91%，实现增加值 3563 亿元，同比增长 10.82%，增加值占 GDP 比重增加到 0.63%。

图表 19：2007-2013 年国内体育产业增加值即占 GDP 比重



来源：国家体育总局，中泰证券研究所

- 体育行业政策频出，推动行业爆发增长。体育产业在经济社会发展和提高人民身体素质中发挥重要作用，近几年国家颁布了多项政策以扶持体育产业发展。国务院 46 号文件指出，到 2025 年，体育产业总规模要超过 5 万亿元。这意味着体育产业在未来 10 年里的复合增长率要达到 27% 以上，此外，按照保守计算，2025 年我国 GDP 总量应为 100 亿人民币，5 万亿意味着体育产业产值将占我国 GDP 总产值的 5%。

图表 20：体育产业相关政策

相关政策	发布日期	发布部门	与三夫户外相关的主要内容
《国务院 于加快发展 体育产业促 进体育消费 的若干意 见》	2014 年 10 月	国务院	鼓励社会资本进入体育产业领域，建设体育设施，开发体育产品，提供体育服务。进一步拓宽体育产业投融资渠道，支持符合条件的体育产品、服务等企业上市，支持符合条件的企业发行企业债券、公司债、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据和中小企业私募债等非金融企业债务融资工具。鼓励各类金融机构在风险可控、商业可持续的基础上积极开发新产品，开拓新业务，增加适合中小微体育企业的信贷品种
《国民旅游 休闲纲要 (2013— 2020 年)》	2013 年 2 月	国务院	(五) 推进国民旅游休闲基础设施建设。加强城市休闲公园、休闲街区、环城市游憩带、特色旅游村镇建设，营造居民休闲空间。(六) 加强国民旅游休闲产品开发与活动组织。鼓励开展城市周边乡村度假，积极发展自行车旅游、自驾车旅游、体育健身旅游、医疗养生旅游、温泉冰雪旅游、邮轮游艇旅游等旅游休闲产品，弘扬优秀传统文化。大力发展红色旅游，提高红色旅游经典景区和精品线路的吸引力和影响力。
《关于十一 二五时期 促进零售业 发展的指导 意见》	2012 年 1 月	商务部	“鼓励专业店、专卖店、会员店连锁化经营，满足消费者个性化需求。优化竞争方式。鼓励零售企业提高专业化程度，开展差异化经营，形成专项优势。促进中小企业发展。支持中小企业发展直营连锁经营、特许连锁经营和自愿连锁经营，实行统一采购，统一配送，统一结算，统一形象。”
《体育事业 发展十二 五规划》	2011 年 4 月	国家体育总局	(三十二) 引导和扩大体育消费需求。适应人民群众生活水平提高、消费结构变化的新形势，加强宣传和引导，更新群众体育消费观念，积极扩大群众体育消费。不断增强体育产品和服务的供给能力，提升体育产品与服务的质量，以优质的服务促进体育消费，保护消费者的合法权益。合理引导高、中、低收入群体的体育消费行为，积极扩大中低收入群体体育消费需求，满足消费者的多元需要。
《产业结构 调整指导目 录(2011 年 本)》	2011 年 3 月	发改委	鼓励类中包括：“三十四、旅游业/1、休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外活动用品开发与营销服务。”
《中国旅游 业十二 五发展规 划纲要》	2011 年 12 月	国家旅游局	“鼓励和支持民营经济对旅游产业的介入，大力发展要素市场，促进大中小企业协调发展，……争取用五年的时间，初步形成一个以大型集团为主导、中小企业活力充沛、新型业态持续涌现‘的旅游产业发展良好局面。”

《全民健身条例》	2009年9月	国家体育总局	“国家支持、鼓励、推动与人民群众生活水平相适应的体育消费以及体育产业的发展”。
《关于搞活流通扩大消费的意见》	2008年12月	国务院办公厅	“支持中小商贸企业发展,积极培育和发展新的消费热点,大力促进节假日和会展消费,加快建立统一开放竞争有序的市场体系”。
《零售商供应商公平交易管理办法》	2006年10月	商务部、发改委、公安部、税务总局、工商总局	规范零售商和供应商之间的交易行为,要求零售商与供应商的交易活动应当遵循合法、自愿、公平、诚实信用的原则,不得妨碍公平竞争的市场交易秩序,不得侵害交易对方的合法权益。
《零售商促销行为管理办法》	2006年9月	商务部、发改委、公安部、税务总局、工商总局	规范零售商的促销行为,维护公平竞争秩序和社会公共利益,促进零售行业健康有序发展。
《商务部关于促进中小流通企业改革和发展的指导意见》	2005年9月	商务部	“深化改革,增强中小流通企业活力。大力发展现代流通方式,提高中小流通企业现代化水平。支持创办中小流通企业,放宽市场准入限制。积极支持中小流通企业进行科技创新和技术改造等”。
《关于促进流通业发展的若干意见》	2005年6月	国务院	“进一步放开搞活小型流通企业,努力创造流通企业公平竞争的环境,切实推进连锁经营快速发展,推动流通企业进行流通方式和技术创新,加大知识产权保护力度实施品牌战略”。

来源:公司公告,中泰证券研究所

三位一体多渠道运营模式,打造户外专业零售领导品牌

- 公司以连锁专营店为业务基础,积极发展电商和移动互联销售渠道,通过俱乐部发展会员,组织活动,推广品牌,凝聚人气,借由网络扩大销售覆盖面,适时发布信息,与顾客会员沟通互动,从而形成了三位一体的成熟有效的运营模式。

图表 21: 公司三维一体运营模式



来源:公司公告,中泰证券研究所

三夫俱乐部增强客户粘性，铸就长期竞争力

- 功能性是户外用品的主要特征，只有在户外运动中才能体现户外用品的价值，参与户外运动是购买户外用品的源动力。公司成立三夫户外运动俱乐部，目的就是组织户外运动爱好者参与到户外运动中，在体验的同时，促进公司户外产品的销售。三夫俱乐部具有体验式消费的冲击力大、消费者忠诚度高、口碑相传可信度高三优点。

图表 22：三夫俱乐部三优势

优点	详情
体验式消费的冲击力大	通过组织各项户外活动、向会员租借或出售装备，让会员在活动中体验公司装备的使用性能和实用程度，对会员形成直接消费体验，促进其在体验结束后的印象消费。
消费者忠诚度高	会员多为户外运动爱好者，对户外运动本身具有较高的参与积极性，对户外运动用品的消费倾向较高。对于这部分消费者，公司能提供品类齐全、专业度高的户外运动用品，可有效满足其使用需求，因此，会员消费黏度大，忠诚度高。
口碑相传可信度大	会员认可公司产品的使用价值后，会主动向周围人群推介。公司借此途径可有效建立口碑，提升品牌形象与可信程度，促进消费人群的扩大与消费意愿的提高。同时，所涉及的消费者可通过公司向会员提供的优惠条件，享受到会员的价格折扣，并逐步培养成为公司的忠实消费者。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 俱乐部通过组织三夫讲堂、周末活动、团体户外体验活动、户外活动咨询等服务，积累了大量忠诚度高度的客户，已成为国内最大的户外运动俱乐部。平均每年有上万人次的户外爱好者参与俱乐部组织的户外活动。2014 年，公司仅在北京、上海共组织各项户外活动近 350 次，12,100 余人次参与。
- 公司现有全国会员总数近 16 万人，且 2010 年 1 月至今平均每月保持 2,000 人的高速增长。公司会员具有稳定性强、忠诚度高等特点，入会时间超过 1 年的会员超过 80%，超过 2 年的会员占比超过 60%，超过 3 年的会员占比达到 40%。高客户忠诚度，将成为公司抢占市场份额，整合户外市场的长期竞争力。

图表 23：三夫俱乐部各年限会员人数占比

超 1 年	超 2 年	超 3 年
80%	60%	40%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 三夫俱乐部效仿国际知名户外零售企业的会员制：对会员只收取 15 元的会费，每次组织会员活动时，参与活动的人自行承担当次活动费用，活动结束后全部结算清楚，不做余留。2014 年会员总消费额 1.85 亿元，占公司营业收入的 64%。

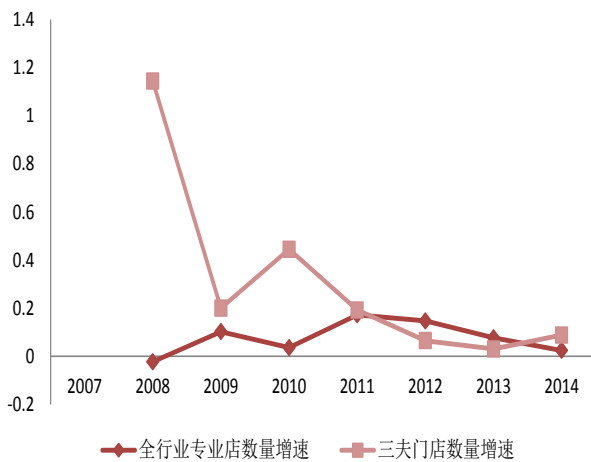
连锁渠道规模优势凸显，线下线上同步发展

- 目前公司共拥有 14 家子公司，下辖 37 家门店，总经营面积 1.4 万平方米，覆盖国内主要经济发达及户外资源丰富的 12 个主要大中城市。成

为户外用品连锁零售业中经营规模较大的企业之一。未来随着渠道不断扩建，规模效益凸显，将提升公司议价能力，有效降低采购成本，从而提升毛利。

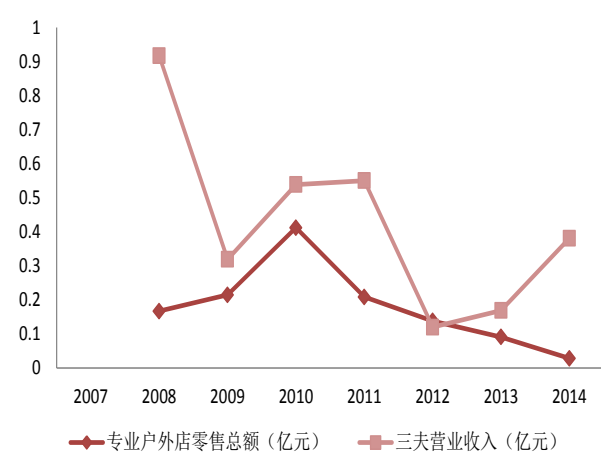
- 近几年，三夫户外体现出高于行业整体的发展速度，即使在行业门店数受金融危机影响下出现下滑的 2008 年，公司依然保持稳健扩张。2008 年之后公司发展迅速，2008-2014 年，公司门店数量复合增速达 16.24%，远高于行业增速（9.2%）。同期公司营业收入复合增速达 33.58%，亦远超行业增速（17.53%）。

图表 24：全行业专业店数量增速及公司专业店数量增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：专业户外店零售总额增速及公司营业收入增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 线上线下齐发展，三夫户外网站于 1999 年就已上线，并迅速成为国内最重要的户外网站之一公司还在京东商城、天猫、苏宁易购、当当网等知名电商平台上开设三夫户外网络旗舰店。三夫户外的电子商务发展良好，在各知名电商平台的三夫户外网络旗舰店在户外用品品类均位列前列。

图表 26：三夫户外网



来源：公司官网，中泰证券研究所

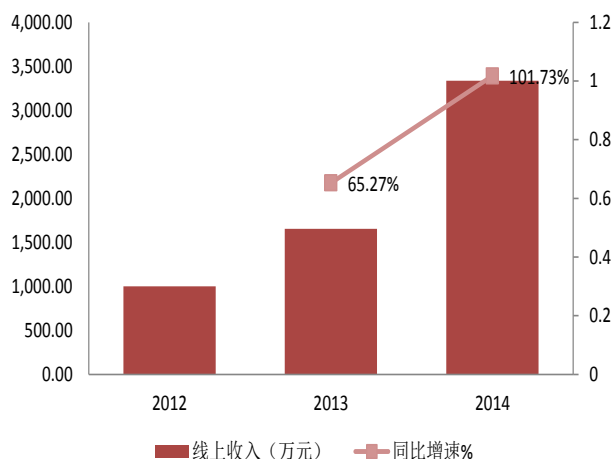
图表 27：天猫旗舰店



来源：天猫商城，中泰证券研究所

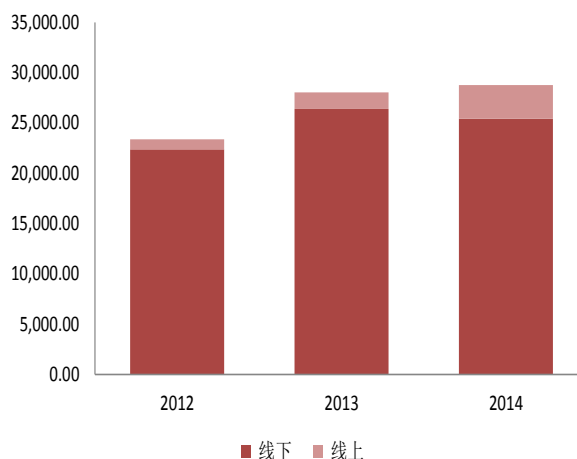
- 近三年公司线上业务发展飞快，年复合增速达 85.59%，收入占比也从 2012 年的 4.29% 提升至 2014 年的 11.61%。通过线上渠道，三夫户外将产品销售到了三夫未开设门店的城市和地区。通过线下线上的结合，三夫户外为客户提供了全方位的服务，利于提升客户体验，增强客户粘性。

图表 28: 2012-2014 年线上收入及增速 (万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 29: 2012-2014 年线上线下收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

品牌资源丰富，与国内外众多主流品牌建立良好合作

- 公司已与数百个品牌商建立起持久稳定的合作关系，目前公司经营的品牌约 370 多个，覆盖大部分国内外主流户外品牌，以高中端品牌为主，低端品牌为辅。

图表 30: 三夫主要合作品牌



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31：合作十年品牌

品牌	合作起始年份	三夫户外与品牌商的合作关系
始祖鸟	2003	三夫户外为始祖鸟在中国的第一大客户
The North Face	2005	三夫户外为 TNF 在中国的前十大客户
PATAGONIA	2005	三夫户外为 PATAGONIA 在中国的前三大客户
OZARK	2004	三夫户外为 OZARK 在中国专业户外渠道的前三大客户
KAILAS	2004	三夫户外为 KAILAS 在中国专业户外渠道的前五大客户

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 三夫户外始创于户外用品零售行业起步期，第一家门店是行业内第一批专业户外店，公司以“销售优质户外运动用品，鼓励和帮助人们走向户外，运动健康，并全力践行人与自然和谐相处的生活理念”为使命，获得了消费者的高度认可。近年来，公司获得多项荣誉，包括 COCA “中国名店”奖、中国户外资料网“十大杰出户外店铺”奖、第二届中国户外金牛奖“星级户外店”、中国户外资料网“2009 年度实力店铺奖”等。

具备高知名度和行业影响力

- 三夫户外始创于户外用品零售行业起步期，第一家门店是行业内第一批专业户外店，公司以“销售优质户外运动用品，鼓励和帮助人们走向户外，运动健康，并全力践行人与自然和谐相处的生活理念”为使命，获得了消费者的高度认可。近年来，公司获得多项荣誉，包括 COCA “中国名店”奖、中国户外资料网“十大杰出户外店铺”奖、第二届中国户外金牛奖“星级户外店”、中国户外资料网“2009 年度实力店铺奖”等。

募投项目重点强化直营渠道

- 本次公司拟公开发行新股不超过 1,700 万股，募集资金 16,014 万元，将用于营销网络建设、信息系统升级改造及补充流动资金。

图表 32：募投资金使用计划

项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	建设期
营销网络建设	15,680.00	13,207.79	24 个月
信息系统升级改造	1,010.40	0	24 个月
补充流动资金	3,335.41	0	-
合计	20,025.81	13,207.79	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

营销网络建设

- 公司拟投资 15,680 万元用以建设专卖店共计 29 家，全部为直营店。按照投资规模、门店面积和功能定位的不同，可分为旗舰店（9 家）、标准店（10 家）和精品店（10 家）三类。新增店铺将开设在经济发达、自然资源丰富、旅游业发达的地区。项目建成后，公司户外专营店全国化布局将初步成型。

图表 33：新增店铺区域分布图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 三类店铺在建设当年可实现预计销售额的 40%，在建成后第一个完整的经营年度可全额实现预计销售额：旗舰店可实现 850 万元含税销售额，标准店可实现 500 万元含税销售额，精品店可实现 360 万元含税销售额。第一批 15 家店铺第 3-6 年销售额每年增长 30%，第 7-10 年每年增长 20%。第二批 14 家店铺第 4-7 年销售额每年增长 30%，第 8-10 年每年增长 20%。

信息系统升级改造

- 投资 1,010.40 万元，建设期 2 年，主要完成以下建设内容：企业资源计划(ERP)系统升级、客户关系管理系统(CRM)、供应商管理系统(SRM)、商业智能系统 (BI)、办公自动化系统 (OA)。项目建成后，将有效提升企业信息化水平，有效提升企业运营管理、客户管理等能力，推动企业快速发展。

补充流动资金

- 公司拟将本次募集资金 3,335.41 万元用于补充流动资金，从而缓解正常增长过程中的资金压力，顺利度过资金紧张的瓶颈期，保证公司稳定发展。

盈利预测及估值

- 考虑到随着公司规模扩大及品牌影响力提升，从而提升公司与品牌商的议价能力，代销比例将会逐渐提升，因此我们预计公司未来三年毛利率分别为 43.80%、44.78%、45.46%。
- 2015-2017 年三项费用率：销售费用率为 22 %、22%及 22%。管理费用率为 7.2%、7.1%及 7.0%。财务费用率为 1%、0.9%、0.7%。
- 预计 2015-2017 年收入增速分别为 15.85%、16.125、14.90%。同期归属母公司净利润增速分别为 13.41%、27.16%、23.11%。EPS 分别为 0.47 元、0.60 元和 0.74 元。按发行价 9.42 元计算，对应估值为 20 倍、16 倍和 13 倍。考虑到公司较好的成长性、标的稀缺性及其行业领导者地位，同时将享受体育行业爆发增长红利，我们给予其 2015 年 30-35 倍估值，目标价 18-21 元。

图表 34：可比公司估值对比表

	2015E	2016E	2017E
体育及户外板块	41.05	35.24	28.03
探路者	41.34	35.50	28.24
三夫户外	20	16	13

来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- 零售端销售低于预期。
- 品牌供应商销量低于预期，或断货。
- 门店扩张进度及费用控制低于预期。

图表 35: 销售预测 (万元)

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
服装类							
销售收入	11,950.04	13,240.93	15,322.99	16,962.16	19,167.24	21,850.65	24,691.24
增长率 (YOY)	—	10.80%	15.72%	10.70%	13.00%	14.00%	13.00%
毛利率	42.54%	41.55%	40.03%	42.47%	42.50%	44.00%	45.00%
销售成本	6,867.02	7,739.34	9,189.58	9,758.12	11,021.16	12,236.37	13,580.18
增长率 (YOY)	—	12.70%	18.74%	6.19%	12.94%	11.03%	10.98%
毛利	5,083.02	5,501.59	6,133.41	7,204.04	8,146.08	9,614.29	11,111.06
增长率 (YOY)	—	8.23%	11.48%	17.46%	13.08%	18.02%	15.57%
占总销售额比重	55.03%	56.14%	53.96%	58.19%	56.76%	55.72%	54.80%
占主营业务利润比重	53.07%	55.57%	51.92%	56.69%	55.08%	54.75%	54.25%
装备类							
销售收入	6,365.51	6,080.95	6,101.78	6,899.83	7,865.81	8,967.02	10,132.73
增长率 (YOY)	—	-4.47%	0.34%	13.08%	14.00%	14.00%	13.00%
毛利率	45.95%	43.11%	43.13%	44.81%	45.00%	45.50%	46.00%
销售成本	3,440.78	3,459.51	3,470.06	3,808.09	4,326.19	4,887.03	5,471.68
增长率 (YOY)	—	0.54%	0.30%	9.74%	13.61%	12.96%	11.96%
毛利	2,924.73	2,621.44	2,631.72	3,091.74	3,539.61	4,079.99	4,661.06
增长率 (YOY)	—	-10.37%	0.39%	17.48%	14.49%	15.27%	14.24%
占总销售额比重	29.31%	25.78%	21.49%	23.67%	23.29%	22.87%	22.49%
占主营业务利润比重	30.54%	26.48%	22.28%	24.33%	23.93%	23.23%	22.76%
鞋袜类							
销售收入	3,139.53	4,034.38	6,617.41	4,884.89	6,252.66	7,815.82	9,535.31
增长率 (YOY)	—	28.50%	64.03%	-26.18%	28.00%	25.00%	22.00%
毛利率	45.69%	40.26%	42.70%	44.56%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	1,705.06	2,410.29	3,791.55	2,708.05	3,438.96	4,298.70	5,244.42
增长率 (YOY)	—	41.36%	57.31%	-28.58%	26.99%	25.00%	22.00%
毛利	1,434.47	1,624.09	2,825.86	2,176.84	2,813.70	3,517.12	4,290.89
增长率 (YOY)	—	13.22%	74.00%	-22.97%	29.26%	25.00%	22.00%
占总销售额比重	14.46%	17.10%	23.30%	16.76%	18.52%	19.93%	21.16%
占主营业务利润比重	14.98%	16.41%	23.92%	17.13%	19.02%	20.03%	20.95%
其他							
销售收入	259.22	230.94	354.81	403.58	484.30	581.16	697.39
增长率 (YOY)	—	-10.91%	53.64%	13.75%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	52.08%	65.96%	62.93%	58.46%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本	124.21	78.61	131.53	167.64	193.72	232.46	278.95
增长率 (YOY)	—	-36.71%	67.32%	27.45%	15.56%	20.00%	20.00%
毛利	135.01	152.33	223.28	235.94	290.58	348.69	418.43
增长率 (YOY)	—	12.83%	46.58%	5.67%	23.16%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	1.19%	0.98%	1.25%	1.38%	1.43%	1.48%	1.55%
占主营业务利润比重	1.41%	1.54%	1.89%	1.86%	1.96%	1.99%	2.04%
销售收入小计	21714.30	23587.20	28396.99	29150.46	33770.00	39214.65	45056.66
销售成本小计	12137.07	13687.75	16582.72	16441.90	18980.04	21654.56	24575.23
毛利	9577.23	9899.45	11814.27	12708.56	14789.96	17560.10	20481.43
平均毛利率	44.11%	41.97%	41.60%	43.60%	43.80%	44.78%	45.46%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 36: 财务报表 (万元)

损益表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	23,587	28,397	29,150	33,770	39,215	45,057
增长率	8.63%	20.4%	2.7%	15.8%	16.1%	14.9%
营业成本	-13,688	-16,583	-16,442	-18,980	-21,655	-24,575
% 销售收入	58.0%	58.4%	56.4%	56.2%	55.2%	54.5%
毛利	9,899	11,814	12,709	14,790	17,560	20,481
% 销售收入	42.0%	41.6%	43.6%	43.8%	44.8%	45.5%
营业税金及附加	-222	-157	-292	-405	-471	-496
% 销售收入	0.9%	0.6%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
营业费用	-4,367	-5,251	-6,139	-7,429	-8,627	-9,912
% 销售收入	18.5%	18.5%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用	-1,316	-1,644	-1,984	-2,431	-2,784	-3,154
% 销售收入	5.6%	5.8%	6.8%	7.2%	7.1%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	3,995	4,763	4,294	4,524	5,678	6,919
% 销售收入	16.9%	16.8%	14.7%	13.4%	14.5%	15.4%
财务费用	-207	-306	-425	-337	-338	-334
% 销售收入	0.9%	1.1%	1.5%	1.0%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-132	-129	-181	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,655	4,327	3,688	4,187	5,340	6,586
营业利润率	15.5%	15.2%	12.7%	12.4%	13.6%	14.6%
营业外收支	92	51	47	56	52	52
税前利润	3,747	4,379	3,735	4,243	5,392	6,638
利润率	15.9%	15.4%	12.8%	12.6%	13.8%	14.7%
所得税	-969	-1,120	-950	-1,084	-1,376	-1,694
所得税率	25.9%	25.6%	25.4%	25.6%	25.5%	25.5%
净利润	2,778	3,259	2,785	3,159	4,016	4,944
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,778	3,259	2,785	3,159	4,016	4,944
净利率	11.8%	11.5%	9.6%	9.4%	10.2%	11.0%

资产负债表 (人民币万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	7,252	5,944	6,535	23,019	17,303	13,882
应收款项	568	879	1,870	1,443	1,686	1,940
存货	11,520	13,219	13,244	15,082	16,614	18,181
其他流动资产	1,063	1,249	1,628	1,856	2,070	2,303
流动资产	20,403	21,291	23,278	41,400	37,673	36,306
% 总资产	98.1%	92.0%	92.3%	90.9%	75.3%	65.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	95	1,241	1,217	3,417	11,417	18,417
% 总资产	0.5%	5.4%	4.8%	7.5%	22.8%	33.0%
无形资产	203	502	587	588	788	988
非流动资产	385	1,851	1,947	4,149	12,349	19,549
% 总资产	1.9%	8.0%	7.7%	9.1%	24.7%	35.0%
资产总计	20,788	23,143	25,225	45,549	50,021	55,854
短期借款	219	686	703	853	733	683
应付款项	4,178	3,658	3,607	4,458	4,909	5,615
其他流动负债	1,406	904	1,136	1,287	1,412	1,645
流动负债	5,803	5,249	5,446	6,598	7,054	7,942
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	10	10	10	10
负债	5,803	5,249	5,456	6,608	7,064	7,953
普通股股东权益	14,985	17,894	19,769	38,941	42,958	47,902
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	20,788	23,143	25,225	45,549	50,021	55,854

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.556	0.652	0.557	0.471	0.599	0.738
每股净资产(元)	2.997	3.579	3.954	5.812	6.412	7.150
每股经营现金净流(元)	0.741	0.066	0.345	0.389	0.386	0.569
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.54%	18.21%	14.09%	8.11%	9.35%	10.32%
总资产收益率	13.37%	14.08%	11.04%	6.93%	8.03%	8.85%
投入资本收益率	37.25%	28.05%	22.96%	20.06%	16.02%	14.85%
增长率						
营业总收入增长率	8.63%	20.39%	2.65%	15.85%	16.12%	14.90%
EBIT增长率	-12.69%	19.21%	-9.85%	5.36%	25.51%	21.86%
净利润增长率	-17.44%	17.28%	-14.53%	13.41%	27.16%	23.11%
总资产增长率	29.22%	11.33%	9.00%	80.57%	9.82%	11.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.6	3.9	11.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	293.4	272.3	293.7	290.0	280.0	270.0
应付账款周转天数	45.3	29.2	32.7	33.6	32.6	32.9
固定资产周转天数	1.7	8.6	15.4	14.2	41.1	80.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.93%	-29.39%	-29.50%	-56.92%	-38.57%	-27.55%
EBIT利息保障倍数	19.3	15.5	10.1	13.4	16.8	20.7
资产负债率	27.92%	22.68%	21.63%	14.51%	14.12%	14.24%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。