

中航证券金融研究所
 分析师：韩飞鹏
 证券执业证书号：S0640511120001
 研究助理：蒋聪汝
 证券执业证书号：S0640115050027
 电话：010-64818464

三夫户外（002780）公司点评：健康消费新热点，“泛户外”化趋势明显

行业分类：纺织品、服装与奢侈品

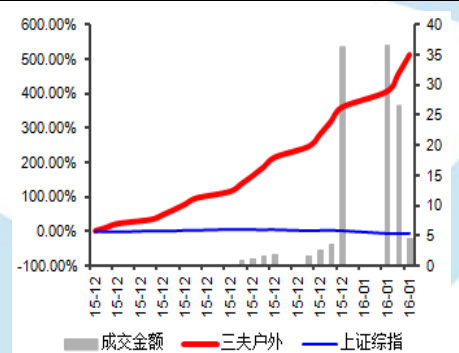
2016年1月8日

公司投资评级	持有
6-12个月目标价	——
当前股价（2016.1.8）	100.40

基础数据

上证指数	3186.41
总股本（万）	6700
流通A股（万）	1700
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	14.1
每股净资产（元）	5.66
ROE（2014）	14.09%
资产负债率（2014）	21.63%
动态市盈率	236.8
市净率	19.77

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

● 公司基本资料

创立于1997年，多年来秉承“诚信经营，保证售后”的经营理念，已成为全系列专业户外运动用品连锁零售巨头，第一家体育用品零售业上市公司。目前在北京、上海、南京、杭州、成都、深圳、沈阳等12个核心城市拥有35家国际一流水准的专营店，营业面积超过万余平米，代理经营国内外300多个专业户外运动品牌的产品。实现全产业链布局，自创三夫品牌户外产品，并同时设有三夫网上商城、三夫直营连锁店、三夫俱乐部三位一体经销体系。2012-2015业绩稳步上升，2015营业额达3.2亿，同比增长9.54%。全线产品覆盖，充分满足户外爱好者对野营、登山、攀岩、自驾车、滑雪、休闲旅行等活动的一站式购物体验需求。

● 行业概述

户外用品行业作为新兴行业1995年开始引入中国，总体保持一定速度的增长。2014年，户外行业零售额200.8亿，出货额109.7亿，零售额同比增长11.28%，出货额增长13.35%。户外市场由过去的粗放速度阶段，转向精细深化阶段。在品牌层面，2014年度数量945个，同比增长6.06%，国内品牌504个，同比增长10.04%，国外品牌441个，同比增长1.859%。国内新增品牌中有大量以网络销售渠道为主，或为纯粹的网络销售渠道品牌。在渠道层面，2014年百货商场专柜，从2013年的7716个增长至7872个；专业户外店从2013年的2119家增长至2014年的2165家。两种主要实体店渠道增长均相对缓慢。

● 健康消费新热点——户外消费

健康消费已成为当今社会消费热点，根据2015年尼尔森研究，在一线城市消费者中，提升生活品质和健康相关产品的品类增长远高于今年快速消费品市场1.3%销售额增长速度。随着中国经济转型深化，步入“新常态”，消费者的需求也将不断成熟，达到新水平，目前64%的中国消费者正在积极地为未来潜在的健康消费储蓄资金。过去的三年，多种品类的快速消费品顺应健康消费新热点已经迎来行业春天，包括保健品、医药、奶粉等，均获得极佳的发展良机。户外行业，在经历萌芽、海外专业市场进入、和本土品牌涌现三个时期之后，行业迎来稳定向前发展的良好时期，并符合健康新消费的热点需求，市场前景广阔。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

据统计,中国户外用品零售总额从2000年到2014年以年复合42%的速度增长,2014年实现零售总额200.8亿元。预计未来5-10年户外行业规模望达3000亿元,市场上升空间大。三夫户外作为国内最大户外运动零售商,专业户外店渠道占比仅有约8%,众多三、四线城市有待开发。“运动、快乐、梦想”的品牌宗旨,为客户提供从入门装备到活动参与一条龙品牌体验服务,高度契合时代消费转型理念,主打运动、户外健康概念,迎合健康消费新热点。

● **专业化向大众化转变,“泛户外”化发展趋势明显,专业户外店连锁化趋势发展**

“泛户外”指广义上的户外运动,有别于专业户外的高难度高风险,更偏向于健康休闲娱乐的户外运动;“泛户外”已成为当今国内户外产业发展主流,中国泛户外产业有超过1万亿美元的市场容量。随着消费升级、消费者观念转变,目前国内户外产业已由专业化市场逐步转变为大众需求市场。大众户外休闲概念的入侵,使品牌与渠道实现良好融合,本土品牌发展势头正旺。2013-2015年,户外品牌增数同比增长均值达7%;经销渠道由线下百货专柜,逐步转变为品牌化独立门店,电子商务渠道兴起并逐步扩大。三夫户外作为品牌经销商,线下设有35家连锁专营店,遍布全国12个城市;电子商务渠道设有线上三夫商城,与天猫、京东建立旗舰店合作、与国内外380多个品牌加盟合作,在线出售高中低端全线产品。同时设有三夫俱乐部,实现产品到购物体验一站式服务。目前俱乐部拥有正式会员20万余人,年出行人数高达25000人次。2014年,公司会员总消费额约1.85亿元,占公司营业收入的64%。公司全面战略布局意识领先,线上线下一体产业链发展成熟,市场占有率高,前景可观。

● **盈利预测及投资评级**

预计公司2015—2017年收入分别为2.99亿元,3.07亿元与3.15亿元,分别同比增长2.7%,5.4%与8.2%;每股收益分别为0.46元,0.51元和0.56元。建议持有。

● **风险提示**

三夫户外供应商繁多,公司向前五大供应商的采购金额占比就超过五成。相关数据显示,2012年、2013年、2014年和2015年上半年,公司向前五大供应商采购金额分别为1.09亿元、1.35亿元、1.43亿元和5756.91万元,占采购总额比重分别为:59.86%、60.62%、62.28%和55.12%。公司存在对主要供应商依赖严重的问题。

图表 1: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	235.87	283.97	291.50	299.24	307.18	315.33
增长率(%)	N/A	20.39%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
归属母公司股东净利润	27.78	32.59	27.85	29.08	29.82	30.58
增长率(%)	N/A	17.28%	-14.53%	4.42%	2.54%	2.55%
每股收益(EPS)	0.415	0.486	0.416	0.461	0.514	0.568
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.136	0.142	0.145	0.149
每股经营现金流	0.583	0.091	0.319	0.546	0.462	0.466
销售毛利率	41.97%	41.60%	43.60%	43.60%	43.60%	43.60%
销售净利率	11.78%	11.47%	9.55%	9.72%	9.71%	9.70%
净资产收益率(ROE)	18.54%	18.21%	14.09%	13.39%	12.56%	11.86%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	34.08%	20.14%	19.17%	17.80%	16.64%
市盈率(P/E)	136.66	116.52	136.33	122.93	110.25	99.77
市净率(P/B)	25.34	21.22	19.21	17.48	16.00	14.72
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.002	0.003	0.003	0.003

报表预测						
利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	235.87	283.97	291.50	299.24	307.18	315.33
减: 营业成本	136.88	165.83	164.42	168.78	173.26	177.86
营业税金及附加	2.22	1.57	2.92	3.00	3.08	3.16
营业费用	43.67	52.51	61.39	63.02	64.69	66.41
管理费用	13.16	16.44	19.84	20.37	20.91	21.46
财务费用	2.07	3.06	4.25	3.40	3.48	3.57
资产减值损失	1.32	1.29	1.81	1.90	2.00	2.10
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.55	43.27	36.88	38.78	39.76	40.78
加: 其他非经营损益	0.92	0.51	0.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.47	43.79	37.35	38.78	39.76	40.78
减: 所得税	9.69	11.20	9.50	9.69	9.94	10.19
净利润	27.78	32.59	27.85	29.08	29.82	30.58
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	27.78	32.59	27.85	29.08	29.82	30.58
资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	59.33	51.49	55.32	59.16	62.99	66.82
应收和预付款项	15.56	20.31	31.61	11.05	32.74	12.22
存货	115.20	132.19	132.44	128.91	139.37	136.03
其他流动资产	0.75	0.97	3.37	3.37	3.37	3.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	0.95	12.41	12.17	19.65	14.84	9.94
无形资产和开发支出	0.24	0.38	0.38	0.67	0.57	0.47
其他非流动资产	1.79	4.64	5.48	2.74	0.00	0.00
资产总计	193.82	222.38	240.79	225.55	253.89	228.86
短期借款	2.19	6.86	7.03	7.10	7.10	7.10
应付和预收款项	41.78	36.58	36.07	41.64	38.11	43.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	43.97	43.45	43.10	48.74	45.21	50.84
股本	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00
留存收益	61.85	90.93	109.69	129.27	149.35	169.94
归属母公司股东权益	149.85	178.94	197.69	217.27	237.35	257.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	149.85	178.94	197.69	217.27	237.35	257.94
负债和股东权益合计	193.82	222.38	240.79	266.01	282.56	308.78
现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	39.05	6.12	21.34	36.56	30.95	31.25
投资性现金净流量	-1.21	-16.51	-3.70	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-1.72	0.13	-7.65	-15.23	-8.14	-14.86
现金流量净额	36.12	-10.27	9.99	21.33	22.81	16.40

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

韩飞鹏，SAC执业证书号：S0640511120001

金融工程研究员，北京航空航天大学工业自动化硕士，高级工程师，2001年开始利用人工智能数据挖掘技术研究证券市场预测。2009年9月加入中航证券金融研究所，研究方向为金融工程及基金策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。