

三夫户外(002780)

报告日期: 2024 年 12 月 16 日

华丽转型品牌运营集团，手握多张稀缺好牌

——三夫户外深度报告

投资要点

□ 公司概况：国内户外零售先驱，转型品牌运营

三夫户外是创立于 1997 年的户外用品零售商，目前经销 300+ 个国内外户外品牌，产品包括户外服装、鞋袜与装备。公司伴随国内第一轮户外浪潮而快速成长，并于 2015 年上市，但随后面临电商及购物中心的冲击，公司经历了多年商业模式的探索调整，最终于 2021 年明确“品牌运营+渠道运营”的发展战略，即聚焦“自有品牌+独家代理品牌”。

□ 户外鞋服：增速领跑的潜力赛道，政策助力

国内户外运动自 2021 年迎来第二波发展浪潮，继露营后，滑雪、骑行等多样玩法接连出圈，并已成为国民的一种新生活方式，户外鞋服也演绎成当下最流行、增速最快的细分品类。此外，政策端频繁发力以推动户外运动成为扩内需、促销费的新增长点，尤其冰雪经济多次被点名。但目前国内高端户外市场基本被历史悠久的海外品牌垄断，本土品牌大多定位高性价比，品牌溢价较难获取。

□ 品牌矩阵：手握众多优质户外品牌，多点开花

公司 2021 年收购瑞士黑科技品牌 X-BIONIC，并且接连拿下 CRISPI、Houdini 等优质稀缺户外品牌在中国区的独家代理权，涵盖服装、鞋靴、背包品牌，矩阵完备。未来公司将聚焦“自有品牌+独家代理品牌”发力，以实现从零售商向品牌经营商的转变。

□ 运营能力：深挖品牌内涵，本土化运营补足短板

产品端，公司与 GORE-TEX、Schoeller 等顶级功能性面料供应商合作，加大开发 X-BIONIC 原先短板的中外层产品；渠道端，公司加快单品牌店的开拓，通过打造科技感门店形象进驻高端商圈及优质滑雪场，深化高端定位；营销端，除了赛事赞助和明星代言，公司最为稀缺的是拥有深耕多年的会员俱乐部及户外服务生态圈，能够多维度触达目标消费者，增加品牌曝光度，并且收获高粘性客户。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年实现收入 8.78/11.35/14.13 亿元，同比增长 3.7%/29.3%/24.4%；实现归母净利润 0.34/0.62/0.85 亿元，同比分别-6.0%/+81.2%/+37.2%，对应 PE 为 67/37/27 倍。由于公司当前尚处于品牌培育期，费用投入较大影响短期利润，但我们认为随着收入快速增长，规模效应将逐步显现。考虑到公司在手品牌资源的稀缺性，以及户外鞋服赛道的高景气度，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

X-BIONIC 品牌运营不及预期；代理品牌不能续期风险；新开门店经营不及预期

投资评级：买入(首次)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：邹国强

执业证书号：S1230523080010

zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.57
总市值(百万元)	2,296.05
总股本(百万股)	157.59

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	846.4	877.8	1135.1	1412.5
(+/-) (%)	50.5%	3.7%	29.3%	24.4%
归母净利润	36.5	34.3	62.2	85.4
(+/-) (%)	-210.1%	-6.0%	81.2%	37.2%
每股收益(元)	0.23	0.22	0.38	0.52
P/E	62.8	66.9	36.9	26.9

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国内户外零售先驱，转型品牌运营	5
1.1 公司概况：伴随国内户外起步，上市后探索转型	5
1.2 业绩复盘：X 品牌为核心驱动，利润端经历阵痛	6
1.3 组织架构：品牌事业部改革，定增彰显信心	8
2 户外鞋服：增速领跑的潜力消费赛道	10
2.1 新玩法频出圈，户外鞋服成为流行风潮	10
2.2 政策推动产业快速完善，参与人次增长中	11
2.3 海外品牌历史悠久，基本垄断高端市场	12
3 品牌矩阵：手握众多优质高端户外品牌	13
3.1 自有品牌：聚焦 X-BIONIC，打造核心增长点	13
3.2 独家代理：品类矩阵齐全，均在快速增长	15
3.3 经销品牌：传统销售模式，合作数量保持稳定	18
4 运营能力：深化高端定位，打造差异形象	20
4.1 产品：与顶级面料商合作，开发中外层产品	20
4.2 渠道：单品牌店为方向，加速进驻高端商圈	21
4.3 营销：会员体系及户外生态平台为稀缺资源	23
5 盈利预测及估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 估值及投资建议	27
6 风险提示	28

图表目录

图 1: 三夫户外发展历史大事件.....	5
图 2: 三夫户外业务板块.....	6
图 3: 公司主要户外用品品类.....	6
图 4: 中国户外装备市场规模.....	10
图 5: 中国滑雪装备市场规模.....	10
图 6: 户外运动鞋服为增速最快的细分品类.....	10
图 7: 《户外运动产业发展规划(2022—2025 年)》提出的六大主要任务.....	11
图 8: 2018-2023 年全国冰雪场地数量.....	11
图 9: 23-24 年冰雪季国内参与冰雪运动项目的人数.....	11
图 10: 国内户外用品市场竞争格局.....	12
图 11: X-BIONIC 核心技术及荣誉.....	14
图 12: 公司自有品牌收入(除 X-bionic 之外)(单位: 百万元).....	15
图 13: 公司 X-bionic 收入(单位: 百万元).....	15
图 14: 三夫户外主要销售品牌.....	18
图 15: 公司研发人员数量及占比.....	20
图 16: 公司研发费用及费用率.....	20
图 17: X-BIONIC 中外层代表产品.....	21
图 18: Schoeller & X-BIONIC 风盾软壳发布会.....	21
图 19: Schoeller 全球副总裁 Antonio.....	21
图 20: X-BIONIC 中国首家旗舰店——北京国贸店 1.....	22
图 21: X-BIONIC 中国首家旗舰店——北京国贸店 2.....	22
图 22: X-BIONIC 吉林北大湖雪场店.....	23
图 23: X-BIONIC 吉林通化万峰雪场店.....	23
图 24: 公司开展的丰富多彩的会员社群活动.....	24
图 25: 三夫赛事打造“崇礼 168 超级越野赛”等精品 IP.....	25
图 26: 亲子青少年综合素质教育业务.....	25
表 1: 三夫户外营业收入及拆分(单位: 百万元).....	7
表 2: 公司户外用品收入结构拆分(单位: 百万元).....	8
表 3: 公司历年利润率及费用率.....	8
表 4: 公司三大品牌运营事业部负责人介绍.....	9
表 5: 公司定向增发股票基本情况.....	9
表 6: 海外龙头户外品牌代表.....	12
表 7: 三夫户外自有品牌矩阵.....	13
表 8: 三夫户外与 X-BIONIC 品牌合作历史.....	14
表 9: X-BIONIC 贴身层产品系列及特点.....	15
表 10: 公司近年来在独家代理及合资品牌的大事件.....	16
表 11: 三夫户外独家代理或合资运营品牌.....	17
表 12: 公司主要代理品牌的收入及增速.....	17
表 13: 三夫户外历年经销品牌数量变化.....	18
表 14: 公司上市前的主要经销品牌.....	19
表 15: 经销模式和代销模式的对比.....	19

表 16: 公司门店数量及门店类型	22
表 17: 公司线上销售收入及 GMV (单位: 百万元)	23
表 18: 公司丰富多样的品牌营销活动	24
表 19: 公司户外服务业务收入及毛利率 (单位: 百万元)	25
表 20: 公司收入分业务预测	26
表 21: 公司费用率及利润率预测	27
表 22: 可比公司估值	27
表附录: 三大报表预测值	29

1 国内户外零售先驱，转型品牌运营

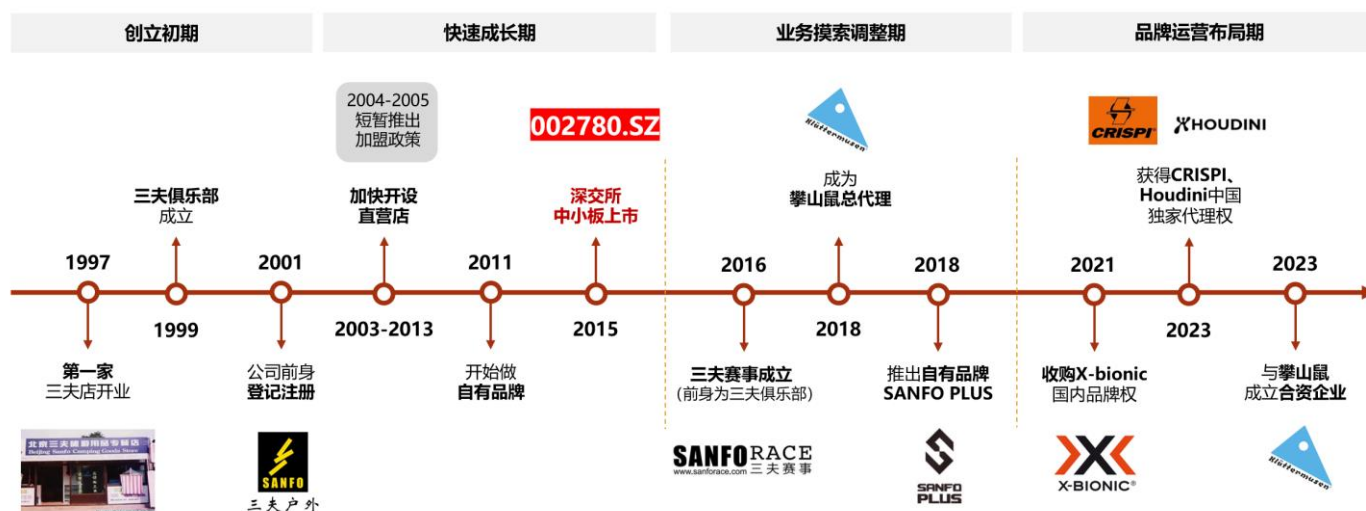
1.1 公司概况：伴随国内户外起步，上市后探索转型

2006-2015 年伴随着国内户外运动发展黄金期快速成长。三夫户外第一家店由创始人张恒 1997 年开在北京大学东门外，1998 年组织第一次户外活动司马台长城野营，次年三夫俱乐部正式成立，此后每个节假日都会组织户外活动，积累了大量户外爱好者资源。2006 年后伴随着国内户外运动兴起，三夫加快开设直营店，到 2013 年门店数量已达 34 家，覆盖北京、上海、成都、杭州等十几个重要城市，代理和经销 300 余个国内外专业户外运动品牌，成为国内知名的户外用品零售商，并于 2015 年 12 月在深交所中小板成功上市。

2015-2020 年困境下探索转型，业绩经历较大波动。2013 年后，由于电商和购物中心兴起，传统的街边户外专营店或户外俱乐部的客流面临严重分流。公司自上市后主动求变开启调整，包括：1）逐步关闭低效的街边店并放缓开店速度；2）转向线上平台以及收购和独家代理品牌；3）发力户外赛事与活动组织业务，打造“产品销售—赛事活动—户外营地”三位一体的商业模式。该期间公司多次变更募集资金用途显示其对新业务模式的不断探索调整。

2021 年进一步明确“品牌运营+渠道运营”的发展战略。2021 年后国内户外运动风潮再度兴起，公司 2021 年收购 X-BIONIC 品牌中国区的所有权；2023 年收购上海飞蛙 100% 股权从而获得 CRISPI 中国区独家代理权，并拿下 Houdini 中国区独家代理权；2023 年与攀山鼠母公司 Klättermusen AB 成立合资公司，公司持股 40%，开启合资运营。自此，公司品牌经营矩阵不断完善。

图1：三夫户外发展历史大事件



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

公司销售多品牌、全品类的户外用品，并且提供户外赛事活动组织等服务。截至 2024 年中期，公司在全国 16 个城市开设了 47 家直营连锁店，面积合计约 2 万平米，拥有 X-BIONIC、SANFO PLUS、ANEMAQEN 等自有品牌，独家代理 CRISPI、Klättermusen（攀山鼠）、HOUDINI、DANNER 等国际经典户外品牌，经销 300+ 个户外知名品牌。产品分为户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，涵盖滑雪、跑步、徒步、登山、露营、自驾旅行、城市通勤等众多户外场景，SKU 超 8000 个。户外服务方面，公司组织户外活动赛事

团建,运营亲子青少年综合素质教育业务,通过各业务板块融合为消费者提供全方位产品和服务。

图2: 三夫户外业务板块



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图3: 公司主要户外用品品类

户外服装					
滑雪服	冲锋衣	羽绒衣	抓绒衣	速干衣裤	保暖内衣
户外鞋袜					
高山靴	登山鞋	休闲户外鞋	跑步鞋	专项运动鞋	凉/拖鞋
户外装备					
登山、攀岩	野营、旅行	自驾、露营	滑雪、水上		
头盔	睡袋	天幕	滑板		
安全带	帐篷	桌椅	雪镜		

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

1.2 业绩复盘: X 品牌为核心驱动, 利润端经历阵痛

X-BIONIC 品牌成为 2021 年以来收入增长的核心驱动。2016-2020 年公司收入 CAGR 为 7.3%, 较 2007-2015 年的 31.8% 明显降速, 主要是国内户外运动整体增速放缓, 叠加电商及购物中心的兴起, 使得以街边店为主的公司面临客流减少。但 2021-2023 年公司收入增长再次提速, 主要是由自有品牌 X-BIONIC 快速增长所驱动: 2023 年该品牌收入 2.15 亿

元，同比增长 69.4%，占公司收入比例达 25.4%；2024H1 该品牌收入 1.09 亿元，同比增长 39.3%，占公司收入比例达 33.3%。

2024H1 公司收入下滑，主要系公司将攀山鼠转为合资公司运营（公司持股 40%）。户外服务收入在 2013-2019 年快速增长，占比从 1%提升至 15%，但 2020 年至今占比逐年持续下降，趋势与户外用品业务恰好相反，反映公司基于发展战略的思考、对两块业务在资源倾斜上的调整变动。

表1：三夫户外营业收入及拆分（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	284.0	291.5	327.6	353.3	351.4	420.3	402.3	467.5	555.5	562.4	846.4	328.3
YOY		2.7%	12.4%	7.8%	-0.5%	19.6%	-4.3%	16.2%	18.8%	1.2%	50.5%	-8.8%
户外用品	280.4	287.5	320.4	339.6	333.9	392.4	340.6	376.2	481.3	505.9	774.0	313.3
YOY		2.5%	11.5%	6.0%	-1.7%	17.5%	-13.2%	10.5%	27.9%	5.1%	53.0%	-6.2%
占比	98.8%	98.6%	97.8%	96.1%	95.0%	93.4%	84.7%	80.5%	86.6%	90.0%	91.4%	95.4%
自有品牌	9.2	4.9	8.5	14.4	37.0	37.6	32.4	35.1	121.4	157.7	253.4	123.1
YOY		-46.6%	74.1%	69.2%	156.6%	1.7%	-13.7%	8.3%	245.3%	29.9%	60.7%	32.2%
其中：X-BIONIC									92.7	126.9	214.9	109.4
YOY									130.1%	36.9%	69.4%	39.3%
代理、经销品牌	271.3	282.6	311.9	325.2	297.0	354.8	308.1	341.1	360.0	348.2	520.6	190.2
YOY		4.2%	10.4%	4.3%	-8.7%	19.5%	-13.2%	10.7%	5.5%	-3.3%	49.5%	-21.0%
户外服务	3.5	4.0	7.2	13.6	17.5	27.9	61.7	47.7	64.3	55.8	72.4	15.0
YOY		13.7%	77.3%	90.2%	28.2%	60.0%	121.1%	-22.7%	34.9%	-13.3%	29.9%	-42.1%
占比	1.2%	1.4%	2.2%	3.9%	5.0%	6.6%	15.3%	10.2%	11.6%	9.9%	8.6%	4.6%
口罩类								43.5	9.9	0.7		
YOY									-77.3%	-93.2%		
占比								9.3%	1.8%	0.1%		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

户外用品收入拆分来看：服装/鞋袜/装备占公司收入比例分别为 50%+/20%+/10%+；门店/线上销售占公司收入比例分别为 50%左右/40%左右，线上占比持续提升，公司重视新兴电商平台，在抖音、微信小程序、小红书、快手等平台布局效果显著。

表2: 公司户外用品收入结构拆分 (单位: 百万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
按产品分												
户外服装	153.2	169.6	187.0	210.3	210.4	246.9	222.1	252.3	321.1	321.3	488.6	177.4
占比	54.0%	58.2%	57.1%	59.5%	59.9%	58.7%	55.2%	54.0%	57.8%	57.1%	57.7%	54.0%
户外鞋袜	66.2	48.8	57.2	65.2	59.6	76.5	64.1	74.1	97.8	112.4	188.1	88.2
占比	23.3%	16.8%	17.4%	18.5%	17.0%	18.2%	15.9%	15.9%	17.6%	20.0%	22.2%	26.9%
户外装备	61.0	69.0	76.2	64.1	64.0	69.0	54.4	49.9	62.5	72.2	97.2	47.8
占比	21.5%	23.7%	23.3%	18.2%	18.2%	16.4%	13.5%	10.7%	11.2%	12.8%	11.5%	14.5%
按渠道分												
门店销售	263.9	254.1			220.8	236.5	230.2	217.9	281.7	288.5	417.1	160.9
占比	92.9%	87.2%			62.8%	56.3%	57.2%	46.6%	50.7%	51.3%	49.3%	49.0%
线上销售	16.5	33.4	42.6	63.4	73.1	85.2	78.7	142.5	172.3	192.7	325.9	147.5
占比	5.8%	11.4%	13.0%	18.0%	20.8%	20.3%	19.6%	30.5%	31.0%	34.3%	38.5%	44.9%
大客户销售					38.9	70.7	31.7	59.3	37.2	25.4	31.0	4.9
占比					11.1%	16.8%	7.9%	12.7%	6.7%	4.5%	3.7%	1.5%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

战略调整期大规模费用投入导致多年亏损, 2023 年扭亏为盈。2017 年后由于主营业务增长乏力, 公司拓展赛事组织和户外营地等新业务, 项目建设周期长、资金投入大, 叠加销售低迷、租金上涨等原因, 公司自 2017 年以来连续多年亏损 (除了 2018 年微盈利)。2021 年收购 X-BIONIC 品牌后, 公司持续加大产品研发、品牌推广和开店装修, 毛利率及销售费用率同步大幅提升, 2021-2022 年仍为亏损状态, 2023 年实现扭亏为盈, 战略转型初见成效。

表3: 公司历年利润率及费用率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
毛利率	41.6%	43.6%	43.6%	46.2%	42.8%	42.9%	48.2%	43.4%	50.3%	52.7%	53.6%	57.8%
其中: 户外用品	41.3%	43.4%	43.3%	45.8%	43.2%	43.5%	49.6%	45.3%	52.7%	57.7%	57.2%	61.4%
户外服务	62.9%	58.5%	60.4%	56.4%	34.9%	34.4%	40.6%	30.1%	36.3%	8.6%	15.6%	-16.4%
期间费用率												
其中: 销售费用率	18.5%	21.1%	21.5%	20.2%	27.0%	24.8%	29.5%	25.7%	31.1%	36.9%	29.3%	36.1%
管理费用率	5.8%	6.8%	7.0%	11.5%	14.5%	11.1%	12.9%	11.5%	12.5%	14.6%	10.9%	13.5%
研发费用率						2.9%	2.7%	2.1%	2.0%	1.9%	1.2%	2.9%
财务费用率	1.1%	1.5%	1.3%	1.6%	2.6%	2.2%	1.6%	2.3%	1.7%	2.1%	2.3%	2.4%
归母净利率	11.5%	9.6%	9.4%	10.0%	-3.7%	1.2%	-7.4%	-14.0%	-4.7%	-5.9%	4.3%	2.5%
归母净利润 (百万元)	32.6	27.9	30.8	35.4	-12.9	5.0	-29.7	-65.5	-26.2	-33.2	36.5	8.2

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 组织架构: 品牌事业部改革, 定增彰显信心

24 年上半年事业部重大调整, 主要品牌独立运营。围绕“品牌化运营”的主题, 2024 年上半年公司对品牌组织架构进行重大调整, 成立三大品牌事业部, 组建各品牌运营团

队，从原来的横向职能部门变为纵向的独立品牌运营部门。该调整有利于各品牌从定位、产品研发、品牌营销到销售渠道建设的专注和长远发展。

表4: 公司三大品牌运营事业部负责人介绍

事业部	负责人	性别	出生年份	负责人介绍
X-BIONIC 品牌运营事业部	林冬青	男		2017-2023 年担任自主品牌研发部总监，具有多年户外运动产品研发和品牌运营经验，不仅在研发领域积累了丰富的经验，还经常受邀到北京服装学院进行分享演讲，与 GORE-TEX、Schoeller、Polartec、Pertex、Primaloft、Allied 等国际高端功能面料公司建立了多年的合作关系
HOUDINI CRISPI 品牌运营事业部	贾丽玲	女	1986	在公司工作已超过 20 年，2016 年起担任公司副总经理，对户外行业 and 公司的运营模式有着深刻的理解；毕业于对外经济贸易大学，采购与供应管理专业
LA SPORTIVA MYSTERY RANCH DANNER 品牌运营事业部	孙雷	男	1971	公司早期创投股东之一，现任董事兼副总经理，原为公司电商渠道负责人，这三个品牌的销售渠道也主要集中在线上平台

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

定向增发彰显董事长发展信心。2024 年公司发布定增公告（修订稿），拟向董事长张恒定向增发股票募集资金 7300 万元，募集资金将全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。本次定增可以降低公司负债率、优化资本结构、为业务发展提供资金支持；同时表明董事长对公司未来前景的良好预期，有利于提高投资者信心。发行完成后，董事长张恒的持股比例将从 20.74% 提升至 24.46%。

表5: 公司定向增发股票基本情况

增发数量	发行价格	募集资金	发行对象	增发目的	发行前 董事长持股	发行后 董事长持股
777.42 万股	9.39 元/股	7300 万元	张恒（董事长）	1) 为公司业务发展提供资金支持； 2) 补充流动资金及偿还银行贷款； 3) 巩固实控人控制权，增强投资者信心	20.74%	24.46%

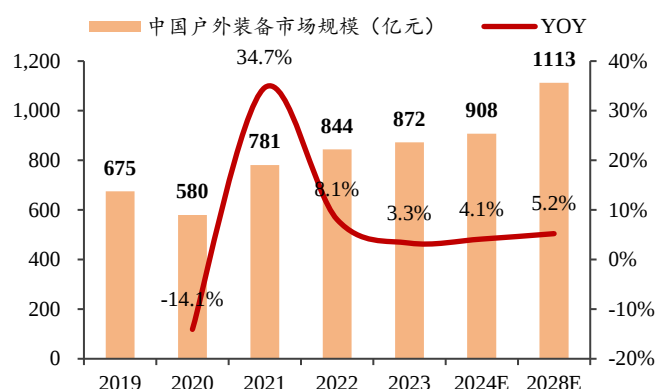
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 户外鞋服：增速领跑的潜力消费赛道

2.1 新玩法频出圈，户外鞋服成为流行风潮

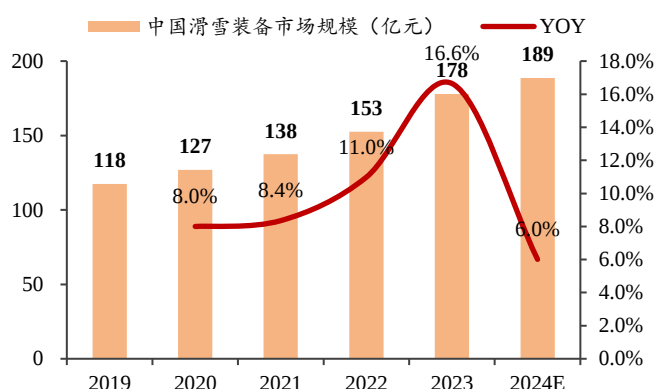
户外装备整体增速回归正常，滑雪、骑行等细分赛道保持引领态势。2021 年长途游受限，以“露营”为代表的短途周边游兴起，吸引大量户外新玩家进入，带动当年国内户外装备销售火爆（低基数上同比增长 34.7%）；但随着长途游恢复正常，整体装备增速亦回归正常稳态增长，预计 2024-2028 年 CAGR 为 5.2%，2028 年有望突破千亿规模。户外运动玩法日益丰富，露营、滑雪、骑行、桨板、飞盘、陆冲、攀岩、潜水等项目接连出圈。以滑雪为例，受 2022 年北京冬奥会刺激及冰雪旅游业的推动，2020-2023 年中国滑雪装备市场规模增速不断提速，预计 2024 年达到 189 亿元。

图4：中国户外装备市场规模



资料来源：Euromonitor，中商情报网，浙商证券研究所

图5：中国滑雪装备市场规模

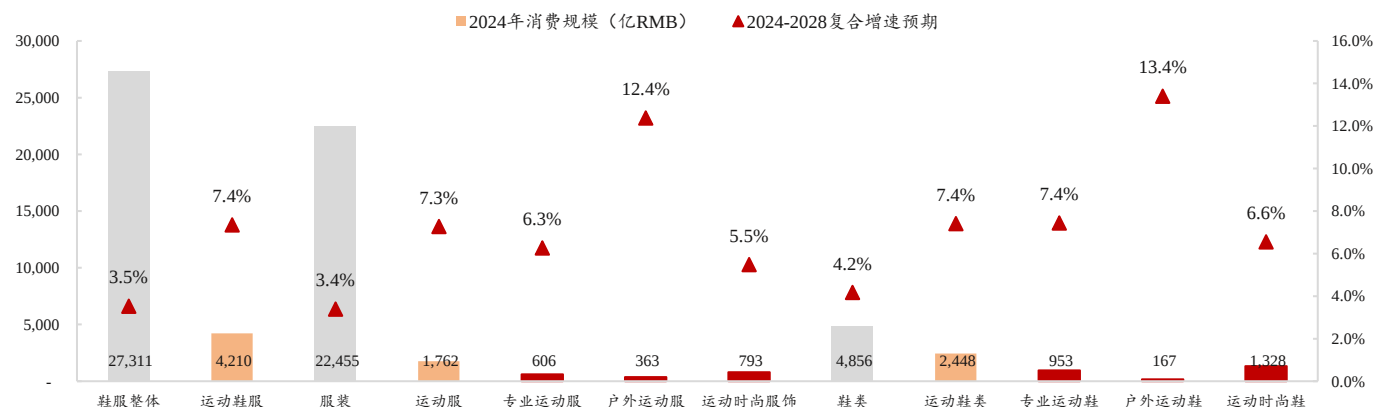


资料来源：Euromonitor，中商情报网，浙商证券研究所

从鞋服端来看，户外风格及面料成为当下最流行的趋势。根据欧睿预测，2024-2028 年国内鞋服整体消费复合增速为 3.5%，其中运动鞋服复合增速预计为 7.4%，运动鞋服进一步拆分，户外运动鞋/服增速高达 13.4%/12.4%，成为增速预期最快的细分品类。

自下而上来看，国内的户外鞋服品牌近两年持续取得亮眼增速，例如 24H1 安踏旗下的其他品牌（DESCENTE 和 KOLON）收入同比增长 42%，特步旗下的 Saucony 和 Merrell 收入增长 72%，三夫户外旗下的 X-BIONIC 收入增长 39%，显著优于整体服装市场表现。我们观察到众多非户外品牌跨界布局户外系列，例如波司登推出的冲锋衣羽绒服及哈尔滨联名系列、九牧王推出的商务户外休闲一号裤、ZARA 和 H&M 推出的滑雪服系列等。

图6：户外运动鞋服为增速最快的细分品类



资料来源：欧睿数据，浙商证券研究所

2.2 政策推动产业快速完善，参与人次增长中

作为扩内需、促消费的新增长点，户外运动产业受到国家的高度重视。随着近年来一系列鼓励、规划的政策推出，我国目前已基本形成国家、省市上下联动、共同发展户外运动产业的政策体系。2022年11月，国家体育总局、发改委等八部门印发《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》，提出了我国户外运动产业发展目标——到2025年，户外运动场地设施持续增加，普及程度大幅提升，参与人数不断增长，产业总规模超过3万亿元，建设各类户外运动营地10000个，打造100个全国知名的户外运动赛事与节庆活动品牌。

图7：《户外运动产业发展规划（2022—2025年）》提出的六大主要任务

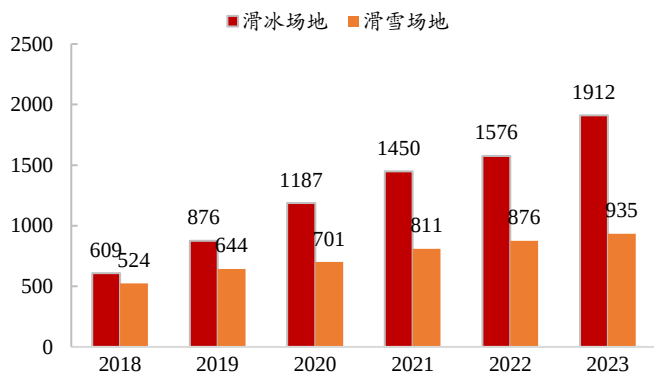


资料来源：国家体育总局、发改委、文旅部等八部门，浙商证券研究所

中央经济会议再次点名发展冰雪经济，冰雪运动参与人数达3亿人。2024年12月12日中央经济工作会议指出：2025年要“创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。”此前在11月17日，国务院办公厅刚印发了《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，旨在巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。

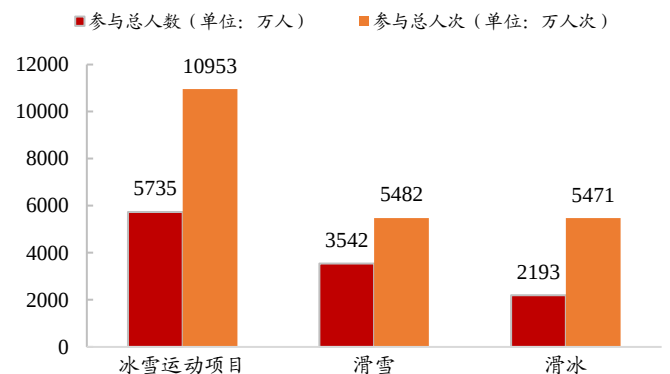
根据国家局统计局，2022年冬奥会结束以来，全国居民冰雪运动参与率为22.13%，冰雪运动参与人数达到3.13亿人；其中2023-2024冰雪季，参与率为18.68%，参与人数达2.64亿人。根据小红书《2023户外生活趋势报告》，“滑雪”话题阅读量达到17亿，相关笔记超过63万。

图8：2018-2023年全国冰雪场地数量



资料来源：《中国冰雪产业发展研究报告》，浙商证券研究所

图9：23-24年冰雪季国内参与冰雪运动项目的人数



资料来源：《大众冰雪消费市场研究报告（2023-2024冰雪季）》，浙商证券研究所

2.3 海外品牌历史悠久，基本垄断高端市场

国内高端户外市场基本被海外品牌垄断，本土品牌大多定位高性价比大众市场。具体而言，户外品牌呈现金字塔格局：

1) **高端市场**：基本被海外一线品牌占据，如始祖鸟、猛犸象、土拨鼠、攀山鼠等，拥有悠久深厚的户外文化底蕴、成熟的技术研发及产品线，具备庞大的忠实客群基础，品牌溢价较高；

2) **中高端市场**：主要是海外二线品牌如北面、狼爪、哥伦比亚等，近年来国内品牌如牧高笛、探路者凭借不断提升的产品力和品牌调性逐渐提升价格带，有望跻身中端市场；

3) **大众市场**：以国际品牌迪卡侬以及国内知名品牌骆驼、思凯乐、原始人等为代表，以兼具品质与性价比为核心优势，依靠庞大的消费者群体带来可观的销售体量；

4) **低端市场**：多数国内小品牌均处于该层次，产品功能性较弱且同质化严重，消费者对品牌没有明显的感知，定价普遍较低。

图10：国内户外用品市场竞争格局



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

表6：海外龙头户外品牌代表

品牌名称	所属国家	创立时间	品牌介绍
The North Face (北面)	美国	1966	全球最大的单一户外品牌，80年代已成为美国唯一一家涵盖高性能外套、滑雪服、睡袋、背包和帐篷等户外用品的供应商，2000年被美国VF集团收购
Columbia (哥伦比亚)	美国	1938	生产雨衣起家，逐渐拓展至T恤、夹克、背包、运动鞋等全天候户外服饰，专注研发高科技面料
Decathlon (迪卡侬)	法国	1976	拥有丰富的自有品牌产品矩阵，涵盖不同级别和类别，在全球78个国家拥有1749家门店，以超高性价比、稳定产品质量著称，2003年进入中国
Patagonia (巴塔哥尼亚)	美国	1973	以生产高质量的冲浪、攀岩和登山等户外用品闻名，定位高端化、专业化，号称“户外界的Gucci”，门店相对较少，美国本土约30家，中国约6家
Mammut (猛犸象)	瑞士	1862	以登山装备为主要产品，涵盖高山攀登、攀岩、滑雪、越南跑和远足徒步等系列，拥有卓越的性能和品质
Snow Peak (雪峰)	日本	1958	户外装备品牌，产品包括露营装备、户外家居、服装配饰等，被誉为“露营界爱马仕”，2022年10月成立中国总部

资料来源：Wind，公开资料整理，浙商证券研究所

3 品牌矩阵：手握众多优质高端户外品牌

公司经过 20 多年的积淀，与国内外 300 多个户外品牌建立起持久稳定的合作关系，SKU 多达 8000 多个，深知不同品牌、不同品类的核心优势和适用情景，但在过去很长一段时间里，三夫主要扮演着渠道商的角色，随着越来越多海外户外品牌亲自下场在中国市场铺设直营门店及电商渠道，三夫的经销品牌销售被逐渐分流。近年来，三夫主动谋划从单纯的“渠道运营”转向“品牌运营+渠道运营”，即通过收购获得海外户外品牌的中国区所有权或独家代理权，致力于打造“自有品牌+独家代理品牌”的品牌矩阵。

3.1 自有品牌：聚焦 X-BIONIC，打造核心增长点

公司自主创立四个差异化定位的自由品牌。公司在 2015 年上市前就有两个自有品牌 SANFO（三夫）、ANEMAQEN（阿尼玛卿），作为对主线经销产品的补充，定位专业适用、价格适中，其中部分产品以公司名作为 LOGO，起到市场推广的作用。上市后，公司在 2016 年推出 KIDSANFO（三夫儿童），以顺应二胎政策和家庭户外游趋势；后又在 2018 年推出 SANFO PLUS（三夫 PLUS），定位中高端，以科技材料、亚洲版型为核心，共推出四个系列：**Performance 都市系列**（搭载功能性材料，适合差旅通勤）、**97 系列**（轻量化功能材料，适合日常训练及城市运动）、**追逐星空系列**（以 Polartec、Allied 等知名材料为依托，适合徒步、登山等中强度户外运动）、**锋芒系列**（以 Cordura 等军规科技材料为核心，开发多功能高强度战术户外装备）。

表7：三夫户外自有品牌矩阵

品牌名称	品牌 LOGO	创立/收购时间	品牌定位
SANFO (三夫)		1997 创立	作为对主线产品的补充，主要定位为专业实用，价格适中，弥补空缺。部分产品以公司名作为 LOGO，起到市场推广的作用。
ANEMAQEN (阿尼玛卿)		2003 创立	品牌名称源自青海省的阿尼玛卿山，取其藏语寓意“强健的祖先”，主要销售户外服装、帐篷、背包、睡袋、防潮垫等户外装备
KIDSANFO (三夫儿童)		2016 创立	专业的儿童户外品牌，不使用传统外层塔斯隆的硬性面料，而是选用适合儿童肌肤的弹力柔软面料，在功能和工艺方面都提出了更加安全、舒适的保障要求；由于儿童身体成长快、衣服更新快，定价上高性价比
SANFO PLUS (三夫 PLUS)		2018 创立	定位中高端户外，以科技材料、精良品质、亚洲版型为核心，致力于打造适用于户外场景及城市通勤功能性服装的自主品牌
X-BIONIC		2020 收购	来自瑞士的黑科技运动奢侈品牌，将仿生学技术创造性应用于服装领域，具有深厚的技术底蕴和持续创新能力，产品包括冲锋衣、功能内衣等，适合滑雪、跑步、骑行、登山等场景

资料来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，浙商证券研究所

X-BIONIC 自 13 年开始合作，21 年被公司收购中国区所有权。X-BIONIC 品牌由位于瑞士 Wollerau 的 X-Technology 公司 1998 年创立，该公司专注于研发尖端科技运动产品。2013 年三夫作为代理零售商引入 X-BIONIC，2019 年成为其在中国区的独家总代理。2021 年公司收购 X-BIONIC 商标、专利等 IP 大中华区所有权，并定增募集资金 2.47 亿元用于 X-BIONIC 品牌建设与运营。

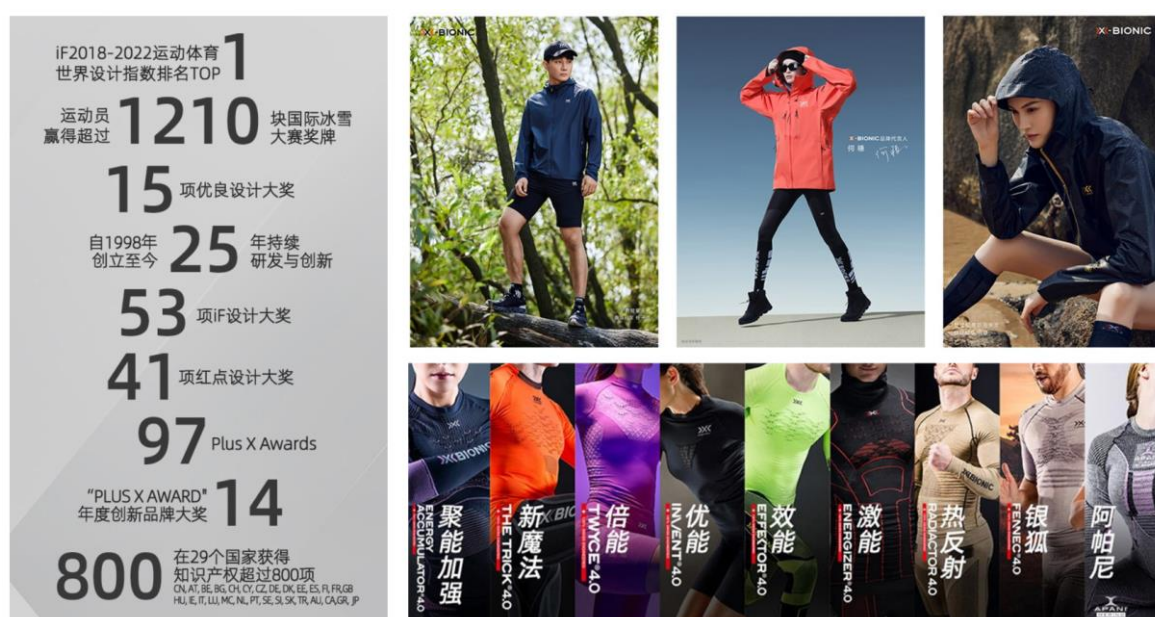
表8: 三夫户外与 X-BIONIC 品牌合作历史

时间	事件
2013	三夫开始经销 X-BIONIC 品牌产品
2019	旗下全资子公司旅行鼠成为 X-BIONIC 大中华区总代理、中国区唯一战略合作伙伴, X-BIONIC 全部的科技、专利、品牌、产品将唯一通过三夫落地中国市场
2021	公司购买“X-BIONIC”、“X-SOCKS”两个核心商标以及 34 个相关商标和 25 项专利、4 项专有技术等 IP 所有权, 支付总对价 7884 万元
2021	定增募资 2.47 亿元用于“X-BIONIC 高科技时尚运动品牌建设与运营项目”

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

X-BIONIC 将仿生技术应用于服装, 在国际赛事受运动员青睐, 品牌具有稀缺性。X 代表科技、创意、未来, BIONIC 代表仿生科技。X-BIONIC 作为瑞士知名的黑科技运动品牌, 拥有超过 800 项技术专利, 有深厚的技术底蕴, 尤其在恒温系统等核心仿生科技领域名列前茅, 通过“将汗水转化成能量 (TURN SWEAT INTO ENERGY)”从而大幅提升运动表现。产品涵盖功能内衣、中层、外层、袜子、配饰等, 适用于滑雪、跑步、登山、旅行、商务休闲等多重环境。在欧洲有超过 20 个国家滑雪队使用 X-BIONIC 的产品作为体育竞赛装备, 穿戴 X-BIONIC 产品的运动员在包括冬奥会在内的国际滑雪大赛中, 获得了超过 1210 枚奖牌 (该统计自 2013 年-2020 年 4 月)

图11: X-BIONIC 核心技术及荣誉



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

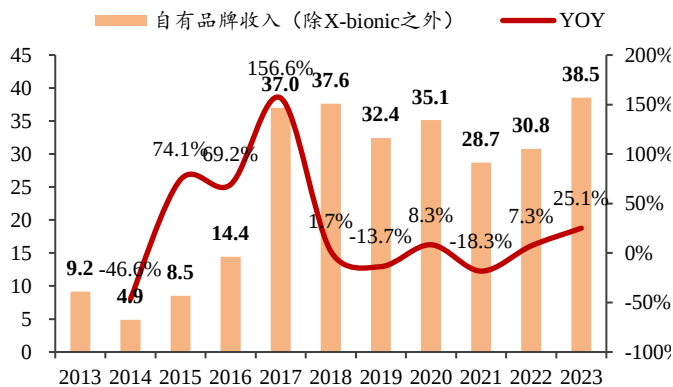
表9: X-BIONIC 贴身层产品系列及特点

序号	产品系列	适用人群	应用场景
1	聚能加强系列	秋冬运动人群	滑雪场景
2	新魔法系列	运动精进人群	间歇运动与日常训练场景
3	倍能系列	运动精进或出汗量较大人群	早晚温差较大场景
4	优能系列	休闲与运动爱好者	跑步、骑行等场景
5	效能系列	运动专业人群	赛事竞技等专业场景
6	激能系列	休闲运动人群	健身、战术、摩托等场景
7	热反射系列	秋冬运动人群	高度寒冷场景
8	银狐系列	运动专业人群	户外酷热场景
9	阿帕尼系列	休闲运动人群	城市休闲、商务等休闲场景

资料来源:公司公告, 浙商证券研究所

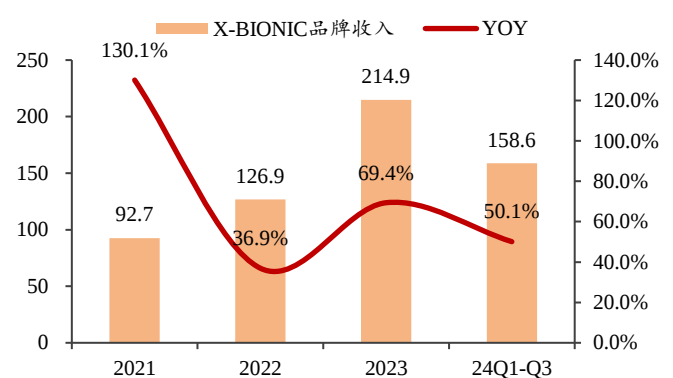
从收入来看, 自创品牌保持稳定, 主要靠 X-BIONIC 贡献增长。2017 年以来自创品牌收入基本维持在 3000+万元水平, 保持平稳但成长性偏弱。整体自有品牌收入 2023 年达到 2.53 亿元, 主要由收购的 X-BIONIC 品牌贡献——2021-2023 年 X-BIONIC 品牌收入从 0.93 亿元增长至 2.15 亿元, CAGR 达 52%; 2024 年前三季度收入 1.59 亿元, 同比增长 50.1%, 已占整体自有品牌的 9 成左右。

图12: 公司自有品牌收入 (除 X-bionic 之外) (单位: 百万元)



资料来源:公司公告, 浙商证券研究所

图13: 公司 X-bionic 收入 (单位: 百万元)



资料来源:公司公告, 浙商证券研究所

3.2 独家代理: 品类矩阵齐全, 均在快速成长

除了收购 X-BIONIC, 公司近年来持续发力、接连拿下多个海外优质户外品牌在中国区的独家代理权。

2020 年公司旗下全资子公司与 LA SPORTIVA S.p.A. 签署了《独家代理合同》。La Sportiva 于 1928 年成立于意大利, 其产品线涵盖自海平面至垂直高度 8,000 米级别的各项户外运动, 生产用于攀岩、高海拔攀登、越野跑、滑雪登山及山地徒步的全套户外运动鞋、服及配件。产品远销全球 74 个国家, 每年售出超过 200 万双户外运动鞋。赞助全球超过 300 名户外运动员实现对人类攀登极限的挑战。其秉承意大利传统制鞋工艺及理念, 依旧坚持在意大利本土进行生产。

2022 年公司以 2490 万元收购上海飞蛙 100% 股权, 进而取得上海飞蛙的 CRISPI 中国区独家代理权。CRISPI 于 1975 年诞生于意大利, 至今已有 47 年的制鞋历史, 坚持以传统工匠技术做出绝对品质的鞋靴, 剪裁、缝纫、塑型、粘合、修正等 7 道关键工序, 均由制

鞋经验丰富的意大利匠人手工完成，平均制作周期为 4-5 个月。CRISPI 品牌已进入中国市场 16 年，以中国人的脚型而开发设计的专用鞋楦，打造“舒适零磨合”品牌宣言，使鞋型更适合中国消费者穿着。CRISPI 的销售网络已遍布全国，本土分销包括 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、黑色风暴（军品、战术靴）、森林防护、都市机能等全线产品。

2023 年上海飞蛙与 Houdini Sportswear AB 签署《独家代理协议》，获得 Houdini 品牌全线产品的中国区独家总代理权。Houdini 由瑞典登山家、女性设计师 Lotta Giomofelice 创立于 1993 年，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。

三夫户外早在 2017 年开始在中国独家代理 Klättermusen（攀山鼠），2023 年 12 月与攀山鼠品牌母公司 Klättermusen AB 签订合资协议，由 Klättermusen AB 对全资子公司“北京旅行鼠”进行增资，并获得 60% 股权，增资后北京旅行鼠更名为克拉特慕森。未来双方将从共同经营中国市场，从产品研发、市场营销、渠道布局方面发力，推动 Klättermusen 品牌在中国更快速发展。Klättermusen 作为山系经典户外品牌，1975 年在瑞典创立，一直坚持从实用性和艺术性出发进行产品设计，开发了多款独有的功能面料，创造了如斜拉链、蕾丝边（多功能挂点）、反光三角标等多项具有非常高辨识度的品牌特性，如今这些设计也成为了潮流、时尚人群所追捧的个性设计。

表10：公司近年来在独家代理及合资品牌的大事件

时间	事件
2019	公司成为 MYSTERY RANCH 体育用品在中国大陆的独家销售商，并签订了为期三年的协议
2020	公司全资子公司江苏三夫户外用品有限公司与 LA SPORTIVA S.p.A. 签署了《独家代理合同》，获得其在中国大陆地区的独家总代理权，代理销售 La Sportiva 全线产品
2022	公司成功收购户外代理领域知名企业—— 上海飞蛙 商贸有限公司，获得了其 100% 的股权，此次收购不仅让公司拥有了意大利高端休闲登山鞋品牌 CRISPI 中国区独家代理权，同时也为公司带来了一支拥有丰富户外品牌代理经验的专业团队
2023	公司全资子公司上海飞蛙与 Houdini Sportswear AB 签署《独家代理协议》，协议自 2023 年 7 月 1 日起生效，有效期为五年半，至 2028 年 12 月 31 日
2023	公司全资子公司北京旅行鼠与 Klättermusen AB 签订合资协议，由 Klättermusen AB 北京对旅行鼠进行增资，并获得 60% 股权，两者将对攀山鼠在中国的发展共同管理。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

总体来看，公司的独家代理品牌矩阵已涵盖服装、鞋靴、背包等多品类。目前三夫已拥有的全国独家代理品牌包括意大利手工匠心传承鞋靴品牌 CRISPI、北欧户外美学代表品牌 HOUDINI、经典工装鞋靴品牌 DANNER、Mystery Ranch 和专业户外鞋品牌 LA SPORTIVA，以及合资运营品牌瑞典山系经典品牌 Klättermusen。公司选择独家代理的品牌均具有独特的品牌特性、专业的技术积淀及深厚的文化底蕴，同时与当下户外的潮流趋势较为吻合，例如山系、极简、环保等。三夫拥有多年的户外产品经销经验，对各类品牌的认知度及中国的营商环境均有深刻认知，我们认为公司独家代理后有望促进该品牌在中国市场更快更好发展。

表11：三夫户外独家代理或合资运营品牌

品牌 LOGO	品牌名称	合作起始时间	品牌定位	创立国家	产品风格特点
	Klattermusen (攀山鼠)	2017	山系经典品牌	瑞典	主打 山系穿搭 ，具有独特的北欧设计风格，产品在户外功能性与时尚感之间取得了较好平衡，涵盖服装、背包等多个品类
	Houdini (胡迪尼)	2023	户外美学代表品牌	瑞典	以 极简主义 和 环保 为核心，使用可回收材料制作服装，强调对自然的尊重和回归，尤其在抓绒衣方面有着卓越的表现。产品设计简洁大方，采用高级低调莫兰迪色系
	CRISPI (克里斯皮)	2005	手工匠心传承鞋靴品牌	意大利	高端休闲 登山鞋 品牌，以高品质手工制作的户外鞋靴著称，坚持采用意大利 传统手工制鞋工艺 ，融合现代技术及意大利特有的时尚品味
	La Sportiva (拉思珀蒂瓦)	2020	专业户外鞋品牌	意大利	专门为 山地运动 而生的品牌，提供包括攀岩鞋、登山鞋、徒步鞋等多种类型的专业户外鞋类装备，以其卓越的性能、精准的设计和舒适的穿着感而受到户外爱好者的青睐
	DANNER (丹纳)	2019	经典工装鞋靴品牌	美国	以生产坚固耐用、性能卓越的 工装鞋靴 而闻名，采用优质的皮革和耐用的鞋底材料，具备出色的防水、防滑、耐磨等性能，能够适应各种艰苦的户外环境和工作场景
	MYSTERY RANCH (神秘农场)	2020	战术背包品牌	美国	专注于设计和制造高品质的 战术背包 ，具有出色的背负系统、耐用的材质和丰富的功能分区，能够满足户外探险、军事行动等不同需求

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

从收入来看，公司独家代理品牌均在快速成长。其中 Klattermusen 品牌 2023 年收入 1.17 亿元（同比+188%），但 2024 年转为合资企业经营后，收入出表导致整体代理、经销品牌收入下滑，净利润按照 40%股权计入投资收益。CRISPI 品牌 2023 年收入 7977 万元（同比+97%），2024 年前三季度收入 5953 万元（同比+32%）。LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER 三品牌 2024 年前三季度合计收入 7557 万元（同比+23%）。

HOUDINI 品牌目前尚未披露收入，但 2025 春夏新品批发订单同比增长 476%（订货会已于 2024 年 5 月举办），2024 年 5 月在上海浦东嘉里城开设了首家品牌店，并计划全年开设 4-5 家独立的商场单品牌店，同时预计年底会有 20 多家户外经销商渠道开设品牌专区。

表12：公司主要代理品牌的收入及增速

	2022	2023	2024H1	2024Q1-Q3
代理、经销品牌	348.24	520.56	190.25	
YOY	-3.3%	49.5%	-21.0%	
其中：Klattermusen	50.00	117.33	0.00	
YOY	1000%+	188.0%	出表	
占比	14.4%	22.5%	0.0%	
CRISPI	40.49	79.77	39.45	59.53
YOY		97.0%	34.2%	32.3%
占比	11.6%	15.3%	20.7%	
LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER			60.14	75.57
YOY			39.6%	22.9%
占比			31.6%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 经销品牌：传统销售模式，合作数量保持稳定

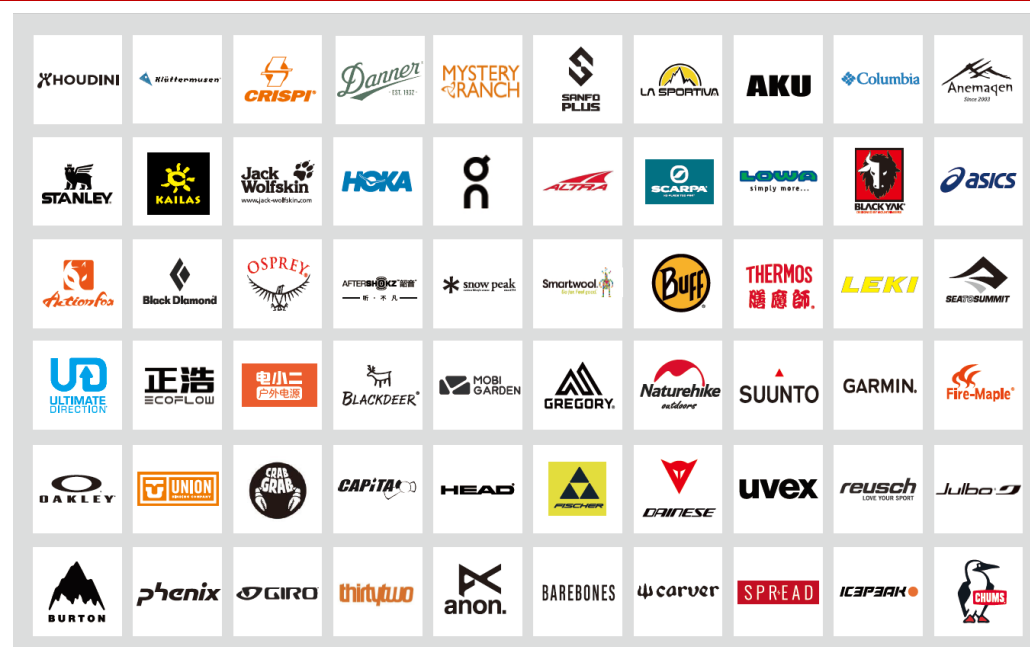
公司是较早从事户外用品销售的公司，自 1997 年以来持续深耕积淀，与国内外 300+ 个户外品牌建立了持久稳定的合作关系，覆盖大部分主流户外品牌，能为消费者提供一站式的采购体验。公司深知不同品牌、不同品类、不同产品的核心优势和适用情境，对产品特性形成了深入的洞察和理解，进而针对不同场景下的不同消费者提供专业化、个性化的产品选择建议，深度服务用户群体。公司上市前合作数量逐年增加，从 2008 年的 228 个增加至 400+ 个，2021 年之后有所缩减，目前稳定在 300+ 个。

表13：三夫户外历年经销品牌数量变化

	2008	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
经销品牌数量（个）	228	370+	380+	400+	400+	400+	400+	300+	300+	300+	300+

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图14：三夫户外主要销售品牌



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司在上市前已经和始祖鸟、The North Face、Patagonia 等知名户外品牌合作 10 年以上。其中，三夫曾为始祖鸟在中国的第一大经销商，但 2024 年 7 月 1 日起不再经销始祖鸟品牌（2023 年始祖鸟品牌在公司的收入占比为 12.5%，24H1 占比仅 0.04%），主要原因系亚玛芬体育为统一始祖鸟品牌形象，结束与各经销商的合作。

事实上，亚玛芬回收始祖鸟经营权为过去十年期间逐步推进的过程：在 2013 年之前，上海飞蛙为始祖鸟在国内的代理商（当时上海飞蛙为三夫的第一大供应商，占三夫采购总额比重 20%+）；2013 年初亚玛芬收回该品牌的代理权改为自营；2020 年亚玛芬收回始祖鸟所有奥莱店铺和线上店铺的经营权，改为统一管理的直营店模式。从始祖鸟品牌合作历程中得到启发，也更加坚定了三夫向“品牌化运营”的转型之路。

表14: 公司上市前的主要经销品牌

LOGO	品牌名称	合作起始年份	合作关系
Arc 'teryx (始祖鸟)	 ARC'TERYX	2003	三夫曾是始祖鸟在中国的第一大经销商，双方于 2024 年 6 月结束合作
The North Face (北面)		2005	三夫为 The North Face 在中国的前十大客户
PATAGONIA (巴塔哥尼亚)		2005	三夫为 PATAGONIA 在中国的前三大客户
OZARK (奥索卡)		2004	三夫为 OZARK 在中国专业户外渠道的前三大客户
KAILAS (凯乐石)		2004	三夫为 KAILAS 在中国专业户外渠道的前五大客户

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（注：合作关系为 2015 年公司上市时的情况）

从商业模式来看，三夫合作的品牌 95%以上均为经销模式（上市前数据，其余部分为代销）。不同于代销，经销是指三夫使用自有资金采购各品牌商的商品，利润来自购销差价，自行销售自负盈亏，对未售出的产品没有退货权，但该种模式的毛利率比代销更高。产品售价由品牌商或总代理商确定一个最低价或区间，三夫在遵守全国统一的零售价格基础上，会根据市场和季节的变化确定一定的折扣优惠。

表15: 经销模式和代销模式的对比

	经销模式	代销模式
产品类型	所有种类产品	服装配件类产品为主
资金占用情况	通过采购成为存货后再行销售，占用零售 商大量资金	产品由供应商提供，零售商不需先 行支付货款，待销售后再行结款
销售风险	零售商一般不能退货，风险由零 售商自行承担	销售状况不佳的产品可退给供货 商，销售风险主要由供货商承担
主要品牌类型	大部分品牌，特别是知名品牌基 本都采用经销模式	部分小品牌和新品牌

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 运营能力：深化高端定位，打造差异形象

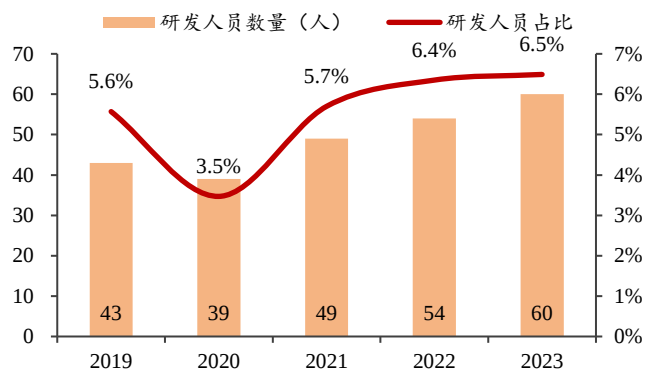
上市多年的摸索后，公司最终明确坚定“品牌化运营”的战略方向，通过近几年的布局，目前公司已经手握众多优质且稀缺的户外品牌。接下来，如何通过本土化的运营使其焕发活力、加速成长，是公司需要攻克的核心课题。

4.1 产品：与顶级面料商合作，开发中外层产品

公司与 GORE-TEX、Schoeller 等顶级功能性面料供应商合作，赋能新品类研发。公司本身经营自有品牌多年，拥有一支专业稳定的设计研发团队，熟悉原材料选择选、版型设计等关键环节；收购 X-BIONIC 后获得其在全球的 800 多项技术专利。在此基础上，公司近年来先后与 GORE-TEX、Schoeller、Polartec、Pertex、Primaloft、Allied、Toray、Cordura、Carvico 等国际优质材料供应商展开全面合作，内部升级 X-BIONIC 创新研发实验室，聚焦科技材料、前沿工艺等创新开发，完善丰富产品线搭建。

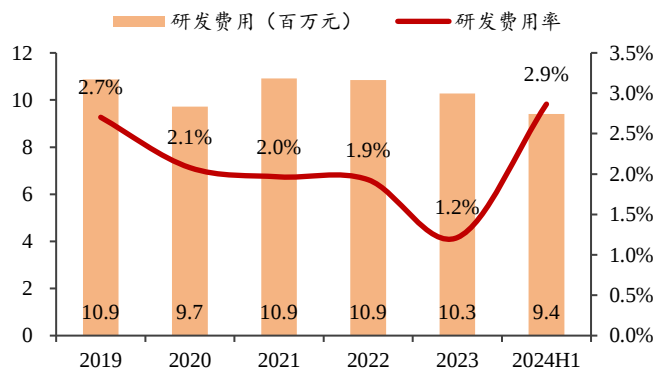
2021 年 5 月，三夫户外与戈尔（Gore）公司签署授权 X-BIONIC 品牌使用 GORE-TEX 面料及商标的合作协议。GORE-TEX 面料由戈尔公司 1976 年推出，每平方厘米上有 14 亿个微孔，这些微孔比水滴小 20,000 倍，但比水蒸汽分子大 700 倍，能突破防水与透气不能兼容的矛盾，同时具备防风、保暖功效，在欧美被誉为“世纪之布”，被世界顶尖的户外服饰广泛使用。

图15：公司研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图16：公司研发费用及费用率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

X-BIONIC 中外层产品线快速丰富，逐渐由单一品类发展为综合性户外服饰品牌。刚被收购时的 X-BIONIC 以压缩衣等贴身层产品见长，近年来借助 GORE-TEX 等面料商的技术支持，公司不断增加自研的中外层产品占比，目前已成功推出 T 恤、POLO 衫、短裤、风衣、慢跑裤、马甲、瑜伽服、抓绒衣、软壳上衣、软壳裤子、冲锋衣、防雨夹克、羽绒服、滑雪服等丰富完整的四季产品，涵盖滑雪、跑步、户外、通勤、瑜伽等场景。2023 年上半年 X-BIONIC 中外层产品的销售占比已超过贴身层产品、达到 60% 以上，公司预计未来将保持相对比较平衡的比例，即中外层占比 70%-75%，功能内衣占比在 25%-30% 左右。

图17: X-BIONIC 中外层代表产品



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2024 年 9 月, X-BIONIC 品牌发布 Schoeller & X-BIONIC 风盾软壳, 在软壳冲锋衣产品线上获得重要突破。该产品发挥了 Schoeller® Comfortshell 面料的防风、拒水、透湿、弹力和耐磨等特性, 加之内层高密度抓绒形成保暖空气层, 令穿着者无论是在户外场景体验, 还是日常城市穿行中, 均可获得防护、保暖、灵便、时尚的性能加成。

图18: Schoeller & X-BIONIC 风盾软壳发布会



资料来源: X-BIONIC 官方微博, 浙商证券研究所

图19: Schoeller 全球副总裁 Antonio



资料来源: X-BIONIC 官方微博, 浙商证券研究所

4.2 渠道: 单品牌店为方向, 加速进驻高端商圈

公司拥有多业态的线下门店, X-BIONIC 单品牌店快速开店。截至 24H1 末, 公司在北京、上海、南京、杭州、成都、深圳、沈阳、长春、青岛、石家庄、苏州、张家口、大连、吉林、通化、阿勒泰共 16 个城市, 开设了 47 家专业户外用品连锁店, 面积合计约 2 万平米。公司线下门店分为综合店和品牌店两大类, 综合店指多品牌、多品类的综合零售店, 以一二线城市热门商圈为主, 可满足一站式购物需求; 品牌店指只销售 X-BIONIC 或其他代理品牌的门店, 主要开在高端商场、购物中心以及国内热门滑雪场。从开店趋势来看, 综合店呈现“总体收缩”及“开大关小”趋势; 品牌店呈快速开店趋势, 主要来自 2021 年之后 X-BIONIC 的开店 (截至 23 年末, X-BIONIC 共开设 22 家单品牌店, 包括 10 家商场店和 12 家滑雪店), 体现公司对“品牌化经营”发展战略的有效执行。

此外, 公司自 2023 年 11 月起尝试开放经销商渠道, 目前 X-BIONIC、CRISPI、HOUDINI 均已进驻经销门店, 未来有望贡献显著增量。

表16: 公司门店数量及门店类型

门店类型划分依据		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
门店数量(家)		38	40	40	42	48	48	54	47
新开		3	6	7	7	13	6	15	3
关闭		1	3	7	5	7	6	9	7
其中: 旗舰店(综合店)	700平以上	8	7	6	6	8	8	10	11
标准店(综合店)	300-700平	11	10	12	11	13	12	9	8
精品店(综合店)	300平以下	19	21	19	21	17	13	10	7
商圈店(品牌店)	普通单品牌店					4	7	13	10
滑雪店(品牌店)	滑雪场单品牌店		2	3	4	6	8	12	11

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所(注: 2024H1除了正常关店, 还有3家 Klattermusen 门店出表)

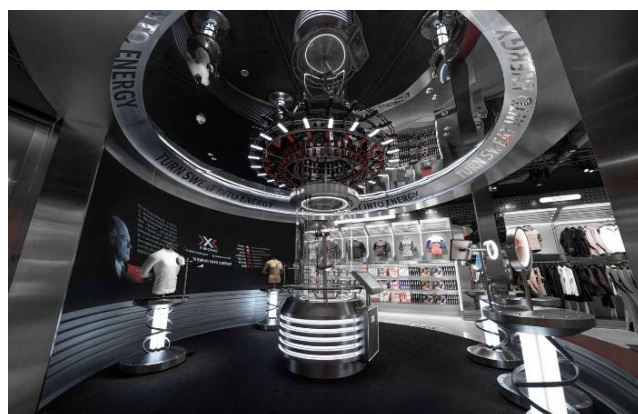
X-BIONIC 打造科技感旗舰店形象, 加速进驻高端商圈。公司自 2021 年底开始开设 X-BIONIC 单品牌店, 并于 2022 年 10 月在北京国贸开出第一家旗舰店, 门店形象由国际团队打造, 以金属银河科技黑为主色调, 全息影像展示以及“太空舱”概念的空间设计, 契合 X-BIONIC 黑科技运动奢侈品牌的定位。此后, X-BIONIC 加速进驻成都 SKP、北京 SKP、北京 DT51、深圳万象城、成都融创、南京德基等高端商圈。X-BIONIC 将在上海南京西路开设占地 1000 平方米的全球品牌旗舰店, 将成为其在中国市场的重要展示窗口。

图20: X-BIONIC 中国首家旗舰店——北京国贸店 1



资料来源: X-BIONIC 官方微博, 浙商证券研究所

图21: X-BIONIC 中国首家旗舰店——北京国贸店 2



资料来源: X-BIONIC 官方微博, 浙商证券研究所

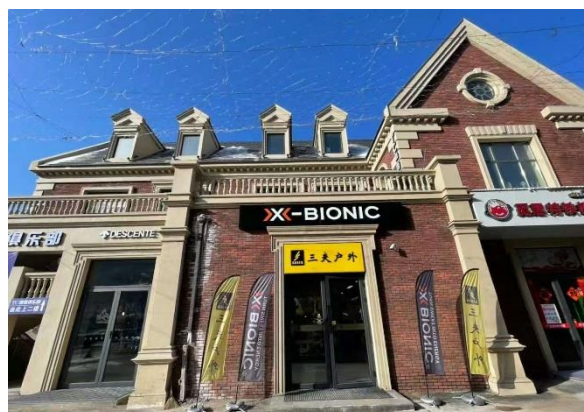
于各大雪场开设 X-BIONIC 及三夫户外滑雪店, 增加核心客群品牌曝光。近年来冰雪运动持续升温, 由于 X-BIONIC 不论贴身层产品的恒温技术还是中外层产品的保暖防风性能, 均非常适合滑雪运动, 截止 2023 年底公司已在北京、崇礼、吉林、新疆等优质雪场开设了 12 家滑雪店, 店内除了销售 X-BIONIC 的滑雪服, 还搭配销售其他品牌品牌的雪板、雪鞋、护具以及全景相机等配套产品, 并为会员提供雪具存放及养护等服务。

图22: X-BIONIC 吉林北大湖雪场店



资料来源: 微博, 浙商证券研究所

图23: X-BIONIC 吉林通化万峰雪场店



资料来源: 微博, 浙商证券研究所

公司积极布局新兴电商平台, 流量矩阵布局趋于成熟。公司 2023 年线上电商平台销售收入 3.26 亿元 (同比增长 69.1%), 2017-2023 年线上收入 CAGR 为 28.3%, 占比从 20.8% 提升至 38.5%, 增长主要来自公司在新兴电商平台的积极布局。目前公司已在抖音、小红书、快手、微信小程序打造流量矩阵, 开设运营三夫户外专营店、X-BIONIC 官方旗舰店、HOUDINI 胡丁尼运动户外旗舰店、攀山鼠 KLATTERMUSEN 户外旗舰店、CRISPI 官方旗舰店等多个直播渠道, 运营模式及服务趋于成熟。

表17: 公司线上销售收入及 GMV (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线上销售	73.09	85.24	78.68	142.54	172.35	192.74	325.86
YOY	15.2%	16.6%	-7.7%	81.1%	20.9%	11.8%	69.1%
占比	20.8%	20.3%	19.6%	30.5%	31.0%	34.3%	38.5%
GMV	107.47	138.01	137.10	133.68	221.90	354.43	581.14
YOY		28.4%	-0.7%	-2.5%	66.0%	59.7%	64.0%
退货率	32.0%	38.2%	42.6%		22.3%	45.6%	43.9%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.3 营销: 会员体系及户外生态平台为稀缺资源

公司营销重点围绕 X-BIONIC 展开, 主要为赛事赞助及明星代言, 打造“专业+时尚”的品牌印象。公司在收购 X-BIONIC 后, 完成 LOGO、VI 系统及品牌故事的重塑优化, 提升了品牌辨识度, 以更现代、科技感的形象面对消费者; 公司积极赞助各类体育赛事组织及极限运动装备, 展现产品强大的科技性能; 公司聘请滑雪、滑冰运动员及超模代言, 同时树立“专业兼具时尚”的品牌形象。

表18: 公司丰富多样的品牌营销活动

营销方式	营销内容
明星代言宣传	邀请自由式空中技巧奥运冠军徐梦桃、自由式空中技巧世界冠军王心迪等冠军莅临 X-BIONIC 北京 SKP 冬季店参加情人节活动 X-BIONIC 杭州旗舰店和长春万象城店开业, 邀请国际超模何穗、短道速滑奥运冠军任子威出席开业典礼及线下宣传活动 2023 年曾聘请国际超模何穗(代表时尚领域)、冬奥“双冠王”任子威(代表冰上运动)担任 X-BIONIC 品牌代言人, 自由式滑雪空中技巧世界冠军王心迪(代表雪上运动)成为 X-BIONIC 品牌大使 与任贤齐、林更新、张靓颖、张信哲、张蓝心、赵丽娜、黄小蕾、何冲等众多明星和冠军合作, 为品牌进行宣传露出
国际赛事赞助	冠名崇礼国际铁人两项挑战赛和第 24 届三夫国际铁人三项赛 赞助越野跑运动员王勋、陈霖, 并分别摘获 2023 朱雀 168 超级越野赛 168 公里组男女组冠军 赞助长江商学院、中欧国际工商学院 EMBA-A 队参赛玄奘之路戈壁挑战赛, 分别获得戈 17 冠军和戈 18 冠军 2022 年北京冬奥会, X-BIONIC 作为“冠军之选”, 成为国家体育总局冬季运动管理中心功能内衣供应商, 为 11 支雪上项目国家队运动员们提供了优质的装备保障
极限运动赞助	为致敬人类首次登顶珠峰 70 周年, X-BIONIC 赞助古小溪(重庆登顶珠峰北坡第一人)、ISA 两位女性登山家登顶珠穆朗玛峰 赞助亚洲翼装飞行第一人、中国十大探险家张树鹏, 穿着 X-BIONIC 聚能加强功能内衣, 以及 Schoeller 风盾软壳套装, 在平流层零下 57 度低温环境跃出机舱, 成功打破翼装飞行的世界纪录 X-BIONIC 赞助登山者高立、任勇、陆平, 成功登顶海拔 6,294 米的格朗曼因峰, 成为首个登上格朗曼因峰的“中国团队”

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司凭借长期积累及丰富社群活动, 积累了庞大且忠诚度高的会员基础。户外运动具有较强的社交属性, 并且对专业技能要求高, 国际知名户外零售公司大都采用会员制度, 如美国 REI、加拿大 MEC 等。三夫自创立之初就成立俱乐部, 俱乐部会开展日常社群活动、装备租赁、长线活动及商业活动等, 会员自愿定期接收公司的活动计划、新品到货、促销活动的通知通知, 在购物时享受一定的会员优惠。截止 2023 年底, 三夫门店会员总数 38.1 万人, 2023 年共组织社群活动 183 场, 包含露营、徒步、城市跑、越野跑、city walk、攀岩、产品体验等。会员俱乐部所提供的体验式消费往往具有较强吸引力, 且消费者忠诚度高、口碑相传的可信度大。2023 年公司的会员销售占比高达 82%, 会员复购率为 40.2%。

图24: 公司开展的丰富多彩的会员社群活动



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司构建了户外服务一体化的产业生态圈，多维度触达目标客群。公司在上市后尝试打造“产品销售—赛事活动—户外营地”三位一体的战略布局。赛事组织方面，聚焦铁人三项赛和越野跑赛，每年举办多项具有影响力的体育赛事，来自世界各地的运动员和参与者。户外营地方面，公司平稳运营“松鼠部落亲子户外乐园+鹰极安全教育培训+SANFO HOOD 野奢营地+三夫小勇士”亲子青少年综合素质教育业务。

尽管户外服务业务自 2019 年以来由于宏观环境而未能呈现持续增长性，但其形成的户外生态平台，可有效巩固公司在户外运动圈的品牌影响力，并实现不同板块间的客群转化。

图25：三夫赛事打造“崇礼 168 超级越野赛”等精品 IP



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：亲子青少年综合素质教育业务



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表19：公司户外服务业务收入及毛利率（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
户外服务收入	3.55	4.04	7.16	13.61	17.45	27.92	61.72	47.69	64.32	55.79	72.44
YOY		13.7%	77.3%	90.2%	28.2%	60.0%	121.1%	-22.7%	34.9%	-13.3%	29.9%
占比	1.2%	1.4%	2.2%	3.9%	5.0%	6.6%	15.3%	10.2%	11.6%	9.9%	8.6%
营业成本	1.32	1.68	2.83	5.93	11.36	18.32	36.67	33.32	40.94	51.01	61.19
毛利率	62.9%	58.5%	60.4%	56.4%	34.9%	34.4%	40.6%	30.1%	36.3%	8.6%	15.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

分业务来看，我们预计：

- 1) **自有品牌：**产品端，X-BIONIC 在原有产品的基础上，继续迭代完善产品，特别加大对软壳、硬壳、功能裤装等重点品类的开发及推广；渠道端，预计将持续推进 X-BIONIC 进驻高端购物中心及滑雪场，同时加盟渠道的品牌专区将加速铺开，贡献有益增量。因此我们预计 24-26 年自有品牌收入 4.11/6.00/8.27 亿元，同比增长 62.1%/46.2%/37.8%。
- 2) **代理、经销品牌：**2024 年由于 Klattermusen 转为合资企业经营后出表，以及始祖鸟结束合作，导致代理、经销品牌的收入出现较大下滑。但剔除出表影响，今年预计仍有不错的增长，主要来自 CRISPI、HOUDINI、DANNER、Mystery Ranch、LA SPORTIVA 等独家代理品牌均在快速增长。2025 年后出表及始祖鸟结束合作的因素都不存在，并且 HOUDINI 刚开完的 25 春夏订货订单同比增长 400%+、增长势头良好，因此我们预计整体收入将恢复双位数增长。预计 24-26 年收入 4.16/4.79/5.27 亿元，同比-20%/+15%/+10%。
- 3) **户外服务：**短期内公司精力聚焦自有品牌及全国代理品牌的培养，我们认为户外服务业务将在 2024 年低基数的基础上保持稳中回升的态势。预计 24-26 年收入 0.51/0.56/0.59 亿元，同比-30%/+10%/+5%，同时毛利率逐步修复。

综上所述，我们预计 24-26 年公司实现收入 8.78/11.35/14.13 亿元，同比增长 3.7%/29.3%/24.4%，毛利率 56.5%/57.5%/57.9%。

表20： 公司收入分业务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	562.37	846.40	877.85	1135.12	1412.50
YOY	1.2%	50.5%	3.7%	29.3%	24.4%
毛利率	52.7%	53.6%	56.5%	57.5%	57.9%
户外用品	505.91	773.96	827.14	1079.34	1353.93
YOY	5.1%	53.0%	6.9%	30.5%	25.4%
毛利率	57.7%	57.2%	60.0%	60.0%	60.0%
自有品牌	157.67	253.40	410.69	600.43	827.13
YOY	29.9%	60.7%	62.1%	46.2%	37.8%
代理、经销品牌	348.24	520.56	416.45	478.91	526.81
YOY	-3.3%	49.5%	-20.0%	15.0%	10.0%
户外服务	55.79	72.44	50.71	55.78	58.57
YOY	-13.3%	29.9%	-30.0%	10.0%	5.0%
毛利率	8.6%	15.6%	0.0%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

费用端，由于公司目前多个品牌均处于早期开拓市场阶段，预计公司将持续保持较高的开店装修、品牌营销、产品研发的投入，预计销售费用率、管理费用率、研发费用率均保持 2024 年的较高水平。此外，受市场环境影响，“松鼠部落”亲子户外乐园通过团购、

线上平台、年卡等形式销售门票单价较低、毛利较低，业绩产生亏损。未来随着公司产品影响力逐渐提升，且自有品牌占比逐渐提升，预计毛利率将稳中有升。

我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 0.34/0.62/0.85 亿元，同比分别-6.0%/+81.2%/+37.2%，归母净利率 3.9%/5.5%/6.0%。

表21：公司费用率及利润率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	52.67%	53.59%	56.53%	57.54%	57.93%
期间费用率	55.64%	43.61%	54.34%	52.75%	52.07%
销售费用率	36.93%	29.26%	36.00%	34.80%	34.50%
管理费用率	14.64%	10.89%	13.50%	13.50%	13.50%
研发费用率	1.93%	1.21%	2.90%	2.80%	2.80%
财务费用率	2.14%	2.25%	1.94%	1.65%	1.27%
归母净利润	-33.2	36.5	34.3	62.2	85.4
YOY	26.79%	-210.11%	-6.01%	81.21%	37.21%
归母净利率	-5.90%	4.32%	3.91%	5.48%	6.04%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 估值及投资建议

我们预计公司 24-26 年实现收入 8.78/11.35/14.13 亿元，同比增长 3.7%/29.3%/24.4%；实现归母净利润 0.34/0.62/0.85 亿元，同比分别-6.0%/+81.2%/+37.2%，对应 PE 为 67/37/27 倍。

尽管公司 PE 估值高于可比公司，但由于公司当前处于品牌培育期，费用投入较大而规模效应尚未体现，因此当前净利润相对较薄。我们认为随着公司收入快速增长，规模效应将逐步显现，未来利润将快速释放。考虑到公司品牌的稀缺性、户外鞋服赛道的高景气度，首次覆盖，给予“买入”评级。

表22：可比公司估值

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
探路者	74	0.72	1.80	2.22	2.70	103	41	33	27
牧高笛	25	1.07	1.02	1.15	1.34	23	24	21	18
平均						63	32	27	23
三夫户外	23	0.37	0.34	0.62	0.85	63	67	37	27

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 风险提示

1、**X-BIONIC 品牌运营不及预期的风险。**尽管 X-BIONIC 品牌目前销售规模快速增长，但作为新进入品牌仍需要较长时间完善产品结构、扩大品牌认知和拓展销售渠道，同时也面临市场上其他品牌竞争的局面，存在运营不及预期的风险。

2、**代理品牌不能续期风险。**作为国内规模较大的多品牌、多品类专业户外用品连锁零售商之一，公司代理零售国内外 300 余个中高端户外品牌。未来，若户外用品行业发展、竞争格局或品牌方经营策略等发生变化，可能导致公司代理品牌不能续期或经营渠道受限。

3、**新开门店经营不及预期的风险。**公司近年来快速推进开店，尤其是高端商圈点和滑雪场店，新店的经营情况极大取决于选址、宣传等策略，若公司未能准确判断合适的开店位置或开店节奏，可能会导致门店销售不及预期，进而影响业绩。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	657	685	757	839
现金	115	46	53	71
交易性金融资产	16	12	12	13
应收账款	34	28	45	49
其它应收款	23	35	35	35
预付账款	53	54	68	95
存货	397	490	525	556
其他	19	20	19	20
非流动资产	448	361	367	372
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	230	252	252	251
无形资产	55	53	52	50
在建工程	0	1	0	0
其他	158	49	58	65
资产总计	1,105	1,045	1,124	1,211
流动负债	330	261	262	254
短期借款	179	164	171	168
应付款项	23	54	43	37
预收账款	0	0	0	0
其他	128	44	47	50
非流动负债	68	77	79	75
长期借款	3	3	3	3
其他	65	74	75	71
负债合计	398	338	340	328
少数股东权益	18	0	0	0
归属母公司股东权	689	707	784	882
负债和股东权益	1,105	1,045	1,124	1,211

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	54	(73)	36	61
净利润	23	34	62	85
折旧摊销	69	37	40	44
财务费用	11	17	19	18
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	(110)	(148)	(64)	(60)
其它	61	(13)	(21)	(26)
投资活动现金流	(55)	14	(35)	(55)
资本支出	22	17	16	16
长期投资	22	0	0	0
其他	(99)	(3)	(51)	(71)
筹资活动现金流	(16)	(10)	7	12
短期借款	179	164	171	168
长期借款	3	3	3	3
其他	(198)	(177)	(168)	(158)
现金净增加额	(16)	(70)	7	18

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	846	878	1,135	1,413
营业成本	393	382	482	594
营业税金及附加	6	6	7	9
营业费用	248	316	395	487
管理费用	92	119	153	191
研发费用	10	25	32	40
财务费用	19	17	19	18
资产减值损失	(48)	(29)	(32)	(36)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	3	2	3	3
营业利润	31	45	83	113
营业外收支	1	0	0	1
利润总额	31	46	83	114
所得税	9	11	21	28
净利润	23	34	62	85
少数股东损益	(14)	0	0	0
归属母公司净利润	37	34	62	85
EBITDA	183	84	123	152
EPS（最新摊薄）	0.23	0.22	0.38	0.52

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	50.51%	3.72%	29.31%	24.44%
营业利润	-184.71%	49.05%	81.56%	36.76%
归属母公司净利润	-210.11%	-6.01%	81.21%	37.21%
获利能力				
毛利率	53.59%	56.53%	57.54%	57.93%
净利率	4.32%	3.91%	5.48%	6.04%
ROE	3.27%	4.86%	8.34%	10.25%
ROIC	8.12%	2.62%	5.17%	6.51%
偿债能力				
资产负债率	36.02%	32.34%	30.25%	27.14%
净负债比率	56.30%	47.79%	43.36%	37.24%
流动比率	1.99	2.62	2.89	3.30
速动比率	0.63	0.54	0.63	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.82	1.05	1.21
应收账款周转率	28.90	28.00	31.00	30.00
应付账款周转率	20.98	10.00	10.00	15.00
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.22	0.38	0.52
每股经营现金	0.08	-0.10	0.05	0.07
每股净资产	4.37	4.49	4.74	5.33
估值比率				
P/E	62.85	66.86	36.90	26.89
P/B	3.33	3.25	2.93	2.60
EV/EBITDA	12.89	28.81	19.72	15.81

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>