三夫户外(002780)

报告日期：2025 年 05 月 05 日

品牌运营转型成效亮眼，非核心业务逐步收缩

——三夫户外点评报告

投资要点

- **24 年末计提乐园减值导致亏损，25Q1 盈利改善**

2024 年公司实现收入 8.00 亿元（同比-5.5%），归母净利润-0.21 亿元（23 年为 0.37 亿元），扣非后归母净利润-0.28 亿元（23 年为 0.33 亿元）。收入下滑主要由于代销品牌始祖鸟结束合作以及独家代理品牌攀山鼠出表；净利润亏损主要由于松鼠部落计提固定资产减值 1.0 亿元。

25Q1 公司实现收入 1.94 亿元（同比+14.5%），归母净利润 1267 万元（24Q1 为 44 万元），盈利能力改善明显。

- **X 及独家代理品牌快速成长，非核心业务收缩**

24 年自有品牌收入 3.27 亿元（同比+29.2%），其中 X-BIONIC 收入 2.90 亿元（同比+34.9%），目前共开设 24 家单品牌店及 26 家户外渠道品牌专区店，推出 Schoeller 风盾软壳、TERRASKIN 越野跑鞋等新系列，完成户外与功能商务多条产品线开发。

24 年代理、经销品牌收入 4.17 亿元（同比-20.0%），下滑主要系始祖鸟于 24 年 6 月结束合作以及攀山鼠出表。独家代理品牌均在快速成长，其中：**1**）CRISPI 收入 0.93 亿元（同比+16.5%），已在三夫综合店及经销商渠道设立 52 个品牌专区；**2**）HOUDINI 收入 0.64 亿元（同比+528%），目前已开设 24 家户外渠道品牌专区店及 4 家商场渠道品牌店；**3**）LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER 合计收入 1.21 亿元（同比+23.9%）。

24 年户外服务业务收入 0.56 亿元（同比-22.5%），近年来占公司收入比例持续下降，24 年末公司计提乐园固定资产减值 1.0 亿元，预计未来持续收缩。

- **25Q1 开局亮眼，经销收入将贡献显著增量**

25Q1 公司收入 1.94 亿元（同比+14.5%），其中 X-BIONIC 收入 7606.6 万元（同比+28.0%），HOUDINI 收入 2353.8 万元（同比+227.6%），CRISPI 收入 2485.3 万元（同比+20.5%），开局亮眼。

全年展望来看，X-BIONIC 及 HOUDINI 增长值得期待，一方面新产品及新门店持续开拓，终端零售有望持续高增；另一方面经销商将贡献显著增量，X-BIONIC 已举办 25 秋冬订货会，产品获经销商好评；HOUDINI 25 春夏批发订单同比增长 476%，25 秋冬订单同比增长 100%。

- **盈利预测及投资建议：**

公司全面转型品牌运营，X-BIONIC 发展势头良好，其他独家代理品牌多点开花，放开经销渠道预计快速带来增量，新启动 Marmot（土拨鼠）代理值得期待；此外，公司逐步收缩、加快清理经营状况不佳的非核心业务，有望减少利润端拖累。

我们预计公司 25-27 年实现收入 10.3/12.9/15.4 亿元，同比增长 29%/25%/19%，实现归母净利润 0.4/0.6/0.8 亿元，同比扭亏为盈/+45%/+33%，对应 PE 45/31/24 倍，户外鞋服赛道持续高景气度，公司在手品牌资源具备稀缺性，随着收入快速增长，盈利能力有望逐步释放，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新品牌培育不及预期，品牌竞争加剧，代理品牌未能续期

投资评级：买入(维持)

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	￥12.01
总市值(百万元)	1,892.63
总股本(百万股)	157.59

股票走势图

相关报告

1 《华丽转型品牌运营集团，手握多张稀缺好牌》 2024.12.16

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**800.3**	**1034.3**	**1293.1**	**1542.7**
(+/-) (%)	-5.5%	29.2%	25.0%	19.3%
归母净利润	**(21.5)**	**41.7**	**60.3**	**80.4**
(+/-) (%)	-158.8%	/	44.6%	33.5%
每股收益(元)	(0.14)	0.26	0.38	0.51
P/E	/	**45.4**	**31.4**	**23.5**

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	**674**	**821**	**872**	**937**
现金	75	190	162	196
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	33	36	40	43
其它应收款	20	21	21	21
预付账款	51	60	77	96
存货	479	497	555	564
其他	15	18	17	17
非流动资产	**438**	**277**	**285**	**288**
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	51	51	51	51
固定资产	112	112	112	111
无形资产	48	46	44	43
在建工程	0	0	0	0
其他	227	67	77	83
资产总计	**1,111**	**1,098**	**1,157**	**1,225**
流动负债	**349**	**297**	**296**	**316**
短期借款	163	171	167	169
应付款项	28	33	31	46
预收账款	0	0	0	0
其他	157	93	97	101
非流动负债	**141**	**105**	**123**	**114**
长期借款	2	2	2	2
其他	139	103	121	112
负债合计	**489**	**402**	**419**	**430**
少数股东权益	(45)	0	0	0
归属母公司股东权	667	696	739	795
负债和股东权益	**1,111**	**1,098**	**1,157**	**1,225**

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**26**	**(10)**	**(31)**	**45**
净利润	(85)	37	55	75
折旧摊销	27	37	40	43
财务费用	11	19	18	18
投资损失	(16)	(15)	(20)	(20)
营运资金变动	(117)	(38)	(77)	(30)
其它	206	(49)	(47)	(42)
投资活动现金流	**(15)**	**185**	**3**	**(11)**
资本支出	15	16	16	16
长期投资	0	0	0	0
其他	(31)	169	(13)	(27)
筹资活动现金流	**(50)**	**(61)**	**0**	**0**
短期借款	163	171	167	169
长期借款	2	2	2	2
其他	(215)	(234)	(169)	(171)
现金净增加额	**(39)**	**115**	**(28)**	**34**

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**800**	**1034**	**1293**	**1543**
营业成本	347	449	579	700
营业税金及附加	4	6	8	9
营业费用	272	341	420	494
管理费用	91	114	142	170
研发费用	10	13	17	20
财务费用	19	19	18	18
资产减值损失	(156)	(60)	(57)	(52)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	15	20	20
其他经营收益	(0)	2	2	1
营业利润	**(84)**	**49**	**74**	**102**
营业外收支	(0)	0	1	0
利润总额	**(84)**	**50**	**75**	**102**
所得税	1	13	19	26
净利润	**(85)**	**37**	**55**	**75**
少数股东损益	(64)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	**(21)**	**42**	**60**	**80**
EBITDA	122	166	185	212
EPS（最新摊薄）	(0.14)	0.26	0.38	0.51

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.45%	29.24%	25.03%	19.30%
营业利润	-373.99%	/	49.92%	37.32%
归属母公司净利润	-158.83%	/	44.58%	33.46%
获利能力				
毛利率	56.67%	56.61%	55.25%	54.64%
净利率	-2.69%	4.03%	4.66%	5.21%
ROE	-12.83%	5.56%	7.70%	9.84%
ROIC	9.31%	9.44%	10.38%	11.54%
偿债能力				
资产负债率	44.05%	36.58%	36.17%	35.10%
净负债比率	78.72%	57.69%	56.67%	54.09%
流动比率	1.93	2.76	2.95	2.96
速动比率	0.41	0.89	0.81	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.94	1.15	1.30
应收账款周转率	23.79	30.00	34.00	37.00
应付账款周转率	9.44	10.00	15.00	15.00
每股指标(元)				
每股收益	(0.14)	0.26	0.38	0.51
每股经营现金	0.04	(0.01)	(0.04)	0.06
每股净资产	4.23	4.42	4.69	5.04
估值比率				
P/E	(88.05)	45.41	31.41	23.53
P/B	2.84	2.72	2.56	2.38
EV/EBITDA	16.30	11.30	10.24	8.82

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