

2025年08月10日

三夫户外(002780.SZ)

投资评级：买入（首次）

——具备品牌资源优势，行业发展有望增厚公司业绩

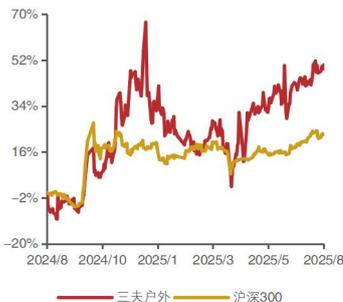
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年08月08日

收盘价(元)	14.04
一年内最高/最低(元)	16.00/8.25
总市值(百万元)	2,212.53
流通市值(百万元)	1,834.36
总股本(百万股)	157.59
资产负债率(%)	44.99
每股净资产(元/股)	4.31

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **伴随户外市场蓬勃发展，中国内地高性能户外服饰行业增速有望加快。**随近年户外风兴起，中国消费者社交着装正面临调整，高性能户外服饰的应用场景从户外活动向日常延伸，推动户外服饰行业快速发展。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，2024年中国内地高性能户外服饰行业市场规模为1027亿元，2019–2024年CAGR为13.8%，预计2024–2029年CAGR升至16.0%，行业增速有望加快。
- **中国户外行业近年景气度较高，推动公司收入及利润整体呈改善趋势。**公司专注于户外产品研发、户外品牌运营、户外用品零售及户外服务等业务，在近年完成组织架构调整后，依托X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI等品牌不断发展。25Q1公司营收/毛利分别为1.94亿元/1.16亿元，同比分别+14.52%/+20.60%；2019–2024年公司营收/毛利CAGR分别为14.75%/18.50%，整体呈增长趋势。25Q1公司毛利率较2019年增长11.34pct至59.58%，自2020年后持续改善。
- **深耕户外零售赛道多年，公司优质户外品牌资源丰富。**公司近年持续通过收购等方式获得多个户外头部品牌的中国区域代理权，持续丰富户外品牌矩阵，提升消费者心智并筑高竞争壁垒。公司近期对品牌战略做出调整，据公司公告，公司分别成立X-BIONIC事业部、HOUDINI+CRISPI事业部、LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER品牌运营事业部及户外渠道运营事业部，有望通过品牌化运营战略提升公司运营效率。
- **盈利预测与评级：**公司深耕户外用品经销赛道，多年行业深耕积累了诸多国际核心品牌，核心品牌X-BIONIC有望通过研发创新及高质量渠道扩张获得品牌力及营收的提升，其他代理品牌有望随公司运营及户外行业发展不断贡献业绩增长。我们预计公司2025–2027年归母净利润分别0.46亿元/0.68亿元/0.85亿元，同比分别增长–/48.00%/24.10%。我们选择与公司同属户外运动品赛道的牧高笛及探路者为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司多个品牌仍处于品牌发展期且有望在具备规模化效应后提升运营效率，叠加公司具备的品牌稀缺性及精准卡位户外高景气赛道，因此给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险；店铺拓展进度不及预期风险；部分垂类产品发展不及预期风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	846	800	1,028	1,279	1,509
同比增长率(%)	50.51%	-5.45%	28.51%	24.33%	18.05%
归母净利润(百万元)	37	-21	46	68	85
同比增长率(%)	210.11%	-158.83%	314.98%	48.00%	24.10%
每股收益(元/股)	0.23	-0.14	0.29	0.43	0.54
ROE(%)	5.30%	-3.22%	6.48%	8.75%	9.79%
市盈率(P/E)	60.56	-102.94	47.88	32.35	26.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕户外用品经销赛道，多年行业深耕积累了诸多国际核心品牌，核心品牌 X-BIONIC 有望通过研发创新及高质量渠道扩张获得品牌力及营收的提升，其他代理品牌有望随公司运营及户外行业发展不断贡献业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 0.46 亿元/0.68 亿元/0.85 亿元，同比分别增长-148.00%/24.10%。我们选择与公司同属户外运动品赛道的牧高笛及探路者为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司多个品牌仍处于品牌发展期且有望在具备规模化效应后提升运营效率，叠加公司具备的品牌稀缺性及精准卡位户外高景气赛道，因此给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 销售费用率，公司多个品牌于近年开启市场拓展，开店及品宣等费用预期仍相对较高，但伴随公司营收快速增长，相关费率有望逐步改善，因此预计 2025-2027 公司销售费用率分别为 30.60%、30.40%、30.30%；

2) 管理费用率，公司近年持续通过升级平台等多种方式提升运营效率，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2025-2027 管理费用率分别为 10.00%、9.90%、9.90%

投资逻辑要点

- 1) 公司头部户外品牌资源丰富，夯实专业户外零售商的消费者心智；
- 2) 近年商场及标杆店增多，品牌形象持续快速提升；
- 3) 会员体系完备，会员销售占比持续提升。

核心风险提示

零售环境修复不及预期风险；店铺拓展进度不及预期风险；部分垂类产品发展不及预期风险

内容目录

1. 行业端：中国户外市场蓬勃发展，运动装备需求快速增长	5
2. 公司端：深耕户外产业二十余载，品牌资源及运营模式护城河深厚	8
2.1. 业绩回顾：公司伴随中国户外产业发展不断升级，近年营业收入持续增长	8
2.2. 竞争优势：优质户外品牌资源丰富，高端专业店铺形象赢得消费者心智	10
3. 盈利预测与评级	13
3.1. 核心假设与盈利预测	13
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	14
4. 风险提示	15

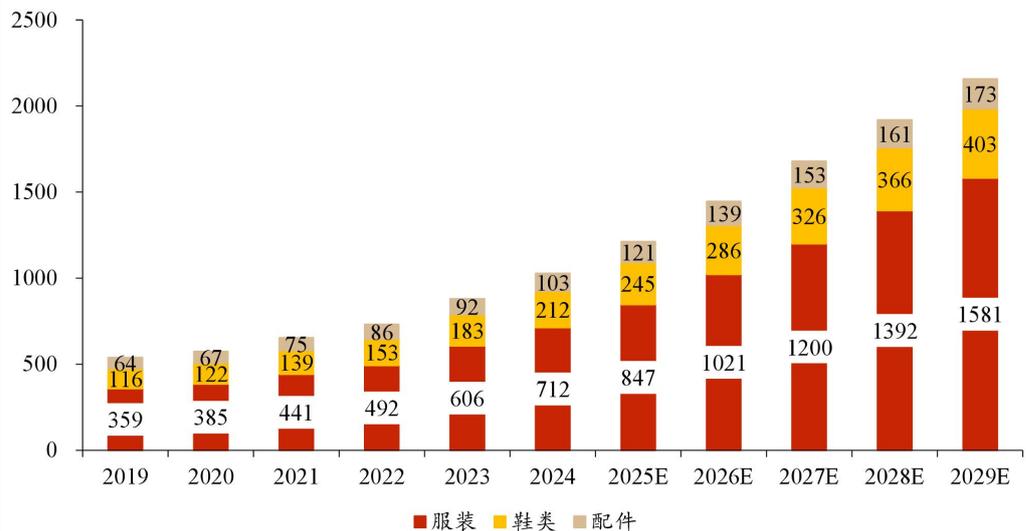
图表目录

图表 1: 2024 年中国内地高性能户外服饰行业市场规模为 1027 亿元 (单位: 亿元) ..	5
图表 2: 预期 2024–2029 年冲锋衣裤市场规模 CAGR 为 20.2%(单位: 亿元).....	6
图表 3: 中国内地高性能户外服饰行业线上渠道规模占比持续提升(单位: 亿元).....	6
图表 4: 中国内地高性能户外服饰行业国产品牌市占率不断提升(单位: 亿元).....	7
图表 5: 2024 年全渠道中国内地高性能户外服饰品牌排名	7
图表 6: 三夫户外发展时间线	8
图表 7: 25Q1 公司营收同比+14.52%	9
图表 8: 25Q1 公司毛利率增至 59.58%	9
图表 9: 25Q1 年公司销售费用率为 34.06%	9
图表 10: 25Q1 年公司归母净利率为 6.53%	9
图表 11: 25Q1 年公司应收账款周转天数为 14 天	10
图表 12: X-BIONIC 店铺形象	11
图表 13: 公司品牌资源丰富	11
图表 14: 2024 年公司线下店铺数量合计为 46 家	12
图表 15: 2024 年公司商圈店铺数量占比为 19.57%	12
图表 16: X-BIONIC 上海南京西路旗舰店	12
图表 17: 2024 年公司门店会员数量为 42.3 万人	13
图表 18: 2024 年公司会销比为 87%	13
图表 19: 三夫户外全国社群活动形式多样	13
图表 20: 三夫户外重点费率预测	13
图表 21: 可比公司估值表	14

1. 行业端：中国户外市场蓬勃发展，运动装备需求快速增长

伴随户外市场蓬勃发展，中国内地高性能户外服饰行业增速有望加快。随近年户外风兴起，中国消费者社交着装正面临调整，高性能户外服饰的应用场景从户外活动向日常延伸，推动户外服饰行业快速发展。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，2024年中国内地高性能户外服饰行业市场规模为1027亿元，2019–2024年CAGR为13.8%，预计2024–2029年CAGR升至16.0%，行业增速有望加快。**分品类看**，服装为中国内地高性能户外服饰市场中的核心板块，2024年市场规模为712亿元，规模占比为69.3%，2019–2024年CAGR为14.7%，预期2024–2029年CAGR为17.3%，规模增速及规模占比均有望持续提升；此外，鞋类为行业第二大板块，2024年市场规模为212亿元，预期2024–2029年CAGR为13.8%，维持快速增长趋势；配件类产品2024年市场规模为103亿元，预计2024–2029年CAGR为11.0%。

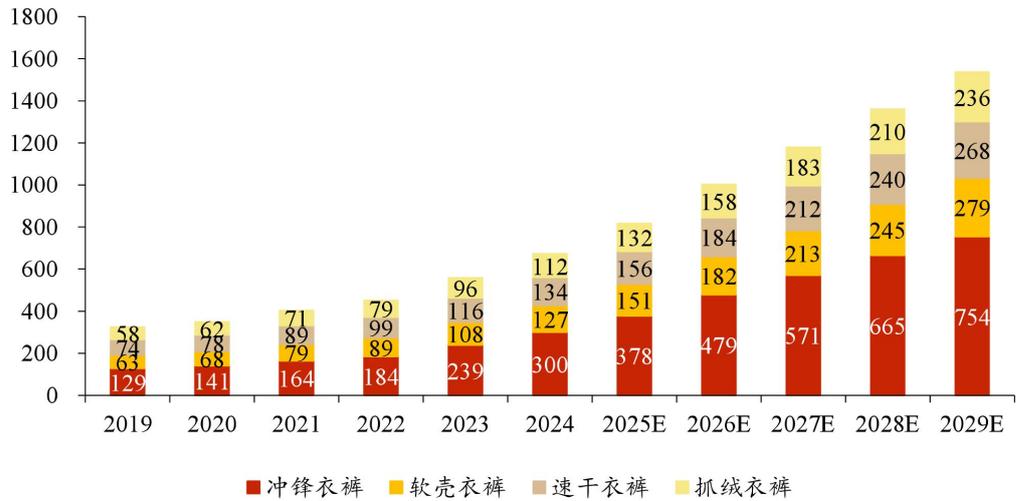
图表 1：2024 年中国内地高性能户外服饰行业市场规模为 1027 亿元（单位：亿元）



资料来源：伯希和招股书，国家统计局，中国服装协会，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

户外场景及日常穿着需求推动户外服饰行业规模增长。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，2024年中国内地高性能户外服饰市场中，冲锋衣裤为规模最大单品，市场规模达300亿元，且伴随中国消费者日常穿着需求提升，2024–2029年冲锋衣裤市场规模CAGR有望提升至20.2%；软壳衣裤作为功能性与轻便性的结合，在客群日常穿着场景中的占比有望逐步提升，预计2024–2029年CAGR为17.1%；此外，作为户外穿搭的内衬，抓绒及速干衣裤的功能性有望成为吸引客群购买的关键，预期2024–2029年抓绒及速干衣裤市场规模CAGR分别为14.9%/11.8%，整体保持快速增长。

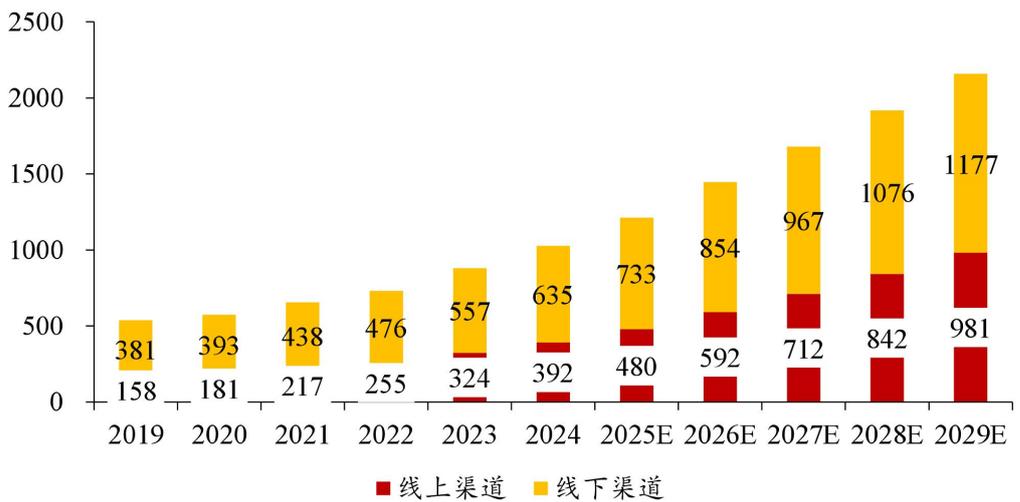
图表 2：预期 2024-2029 年冲锋衣裤市场规模 CAGR 为 20.2% (单位：亿元)



资料来源：伯希和招股书，国家统计局，中国服装协会，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

近年中国高性能户外服饰行业线上渠道市场规模增速明显。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，互联网技术及智能手机普及改变了消费者的消费习惯，线上渠道凭借内容电商等新业态推动快速发展，在新零售环境下，2024 年中国内地高性能户外服饰行业线上渠道市场规模为 392 亿元，占比约 38.2%，预计 2024-2029 年线上渠道 CAGR 为 20.1%，2029 年市场规模占比较 2024 年增长 7.3pct 至 45.5%。线下渠道仍是行业基础盘，2024 年市场规模为 635 亿元，预计 2029 年将增至 1177 亿元，2024-2029 年 CAGR 为 13.1%，传统门店与品牌体验场景持续融合，推动线下零售稳步发展。

图表 3：中国内地高性能户外服饰行业线上渠道规模占比持续提升 (单位：亿元)

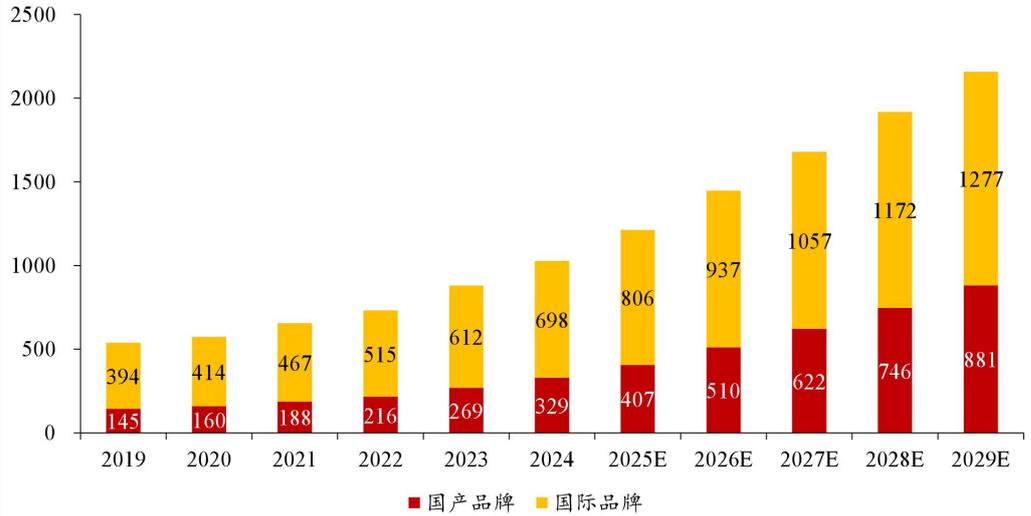


资料来源：伯希和招股书，国家统计局，中国服装协会，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

国产品牌强势崛起，国际品牌稳中扩张，市场格局加速演进。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，2024 年中国内地高性能户外服饰市场中，国际品牌仍占据主导地位，市场规模达 698 亿元，市场规模占比为 68.0%；但近年国产品牌正快速崛起，凭借各品牌加大研发开支

下产品力的提升，国产品牌市场由 2019 年的 145 亿元增长至 2024 年的 329 亿元，预期 2024–2029 年国产品牌 CAGR 为 21.8%，2029 年国产品牌市场规模占比有望增至 40.8%。相较国际品牌的稳健扩张，国产品牌在品牌认知、本土化运营及性价比优势推动下，呈现出更强劲的成长势能。

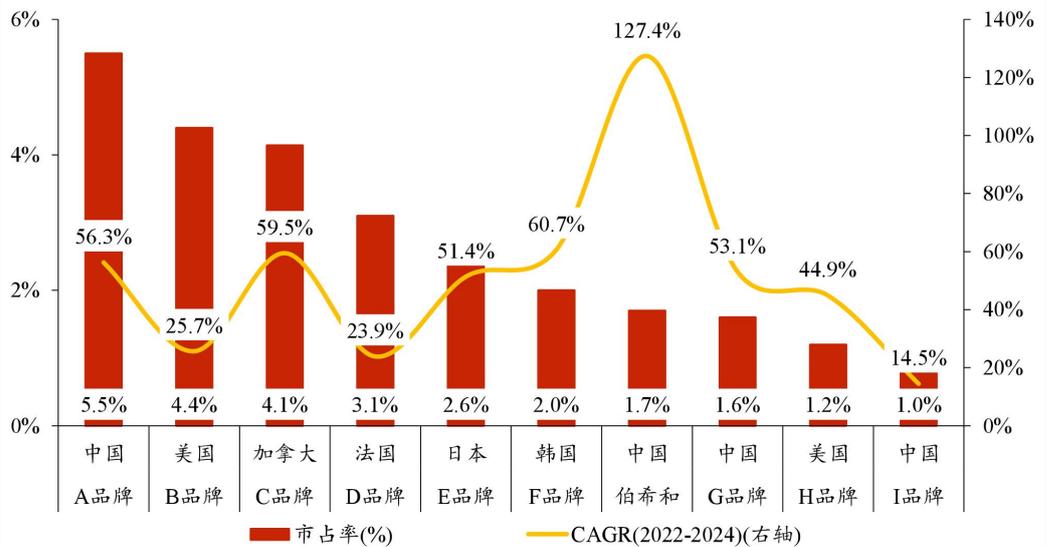
图表 4：中国内地高性能户外服饰行业国产品牌市占率不断提升(单位：亿元)



资料来源：伯希和招股书，国家统计局，中国服装协会，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

线上渠道驱动国产品牌突围，增速显著领先国际品牌。据伯希和招股书及弗若斯特沙利文，中国内地高性能户外服饰市场集中度相对分散，2024 年行业 CR5/CR10 分别为 19.7%/27.3%，并未形成一家品牌主导的格局，市场空间仍在。从市占率排名看，市场份额前六名均来自不同国际的品牌，其中 A 品牌（中国）、B 品牌（美国）和 C 品牌（加拿大）分别以 5.5%、4.4%和 4.1%的市场份额位列前三。

图表 5：2024 年全渠道中国内地高性能户外服饰品牌排名



资料来源：伯希和招股书，弗若斯特沙利文，华源证券研究所

2. 公司端：深耕户外产业二十余载，品牌资源及运营模式护城河深厚

2.1. 业绩回顾：公司伴随中国户外产业发展不断升级，近年营业收入持续增长

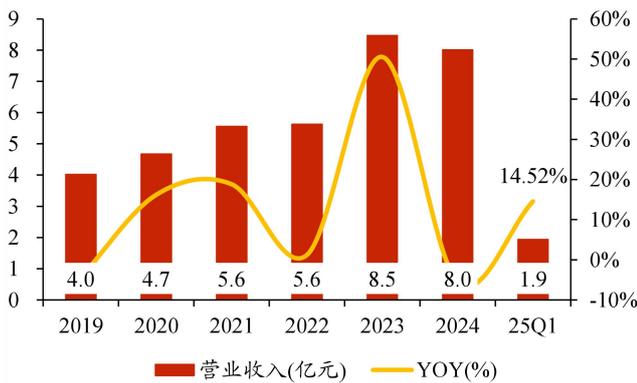
创立于1997年，公司经营伴随中国户外产业发展不断升级。公司创始人于1997年开出第一家店铺，并于1998年组织了第一次户外活动“司马台长城野营”，逐步积累户外爱好者资源，并于2015年于深交所挂牌上市。此后，公司进入业务探索与转型期，针对中国户外市场先后推出ANEMAQEN、SANFU、SANFU PLUS等自有品牌，并开启与国际头部户外品牌在大中华区开展紧密合作，如2019年与X-BIONIC签署战略合作协议并于2021年获得该品牌中国区所有权、2022年收购上海飞蛙获得CRISPI中国独家代理权、2023年获得HOUDINI独家代理权、2025年获得Marmot中国代理权等等，持续累积公司在大中华区的品牌资源壁垒，夯实公司专业户外零售商的形象。

图表6：三夫户外发展时间线

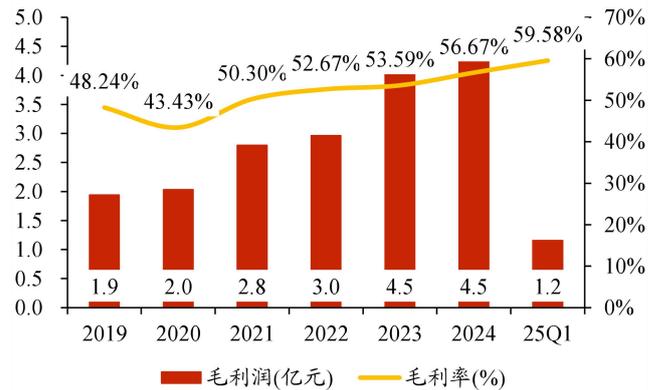


资料来源：Wind，公司公告，公司官网，X-BIONIC品牌微信公众号，CEO品牌观察微信公众号，体育产业生态圈微信公众号，华源证券研究所

中国户外行业近年景气度较高，推动公司收入及利润整体呈改善趋势。公司专注于户外产品研发、户外品牌运营、户外用品零售及户外服务等业务，在近年完成组织架构调整后，依托X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI等品牌不断发展。25Q1公司营收/毛利分别为1.94亿元/1.16亿元，同比分别+14.52%/+20.60%；2019-2024年公司营收/毛利CAGR分别为14.75%/18.50%，整体呈增长趋势。25Q1公司毛利率较2019年增长11.34pct至59.58%，自2020年后持续改善。

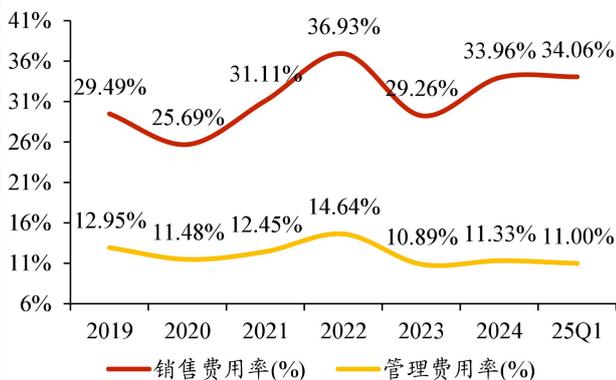
图表 7：25Q1 公司营收同比+14.52%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

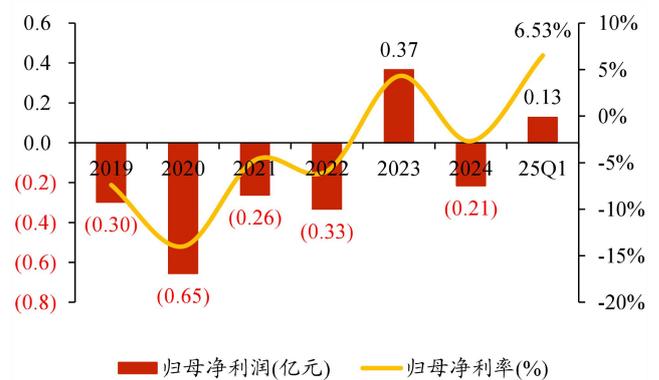
图表 8：25Q1 公司毛利率增至 59.58%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

剔除极端年份，公司管理费用率呈改善趋势。2024 年，受乐园项目计提固定资产减脂准备所致，公司资产减值损失增大，伴随该业务逐步出清，公司长期经营利润有望改善。从费用端看，25Q1 销售费率较 24 年底增长 0.11pct 至 34.06%，同时，25Q1 管理费率较 24 年底下降 0.34pct 至 11.00%。从利润端看，25Q1 公司实现归母净利润 0.13 亿元，自 2024 年后实现首次由负转正，此外，归母净利率达 6.53%。

图表 9：25Q1 年公司销售费用率为 34.06%


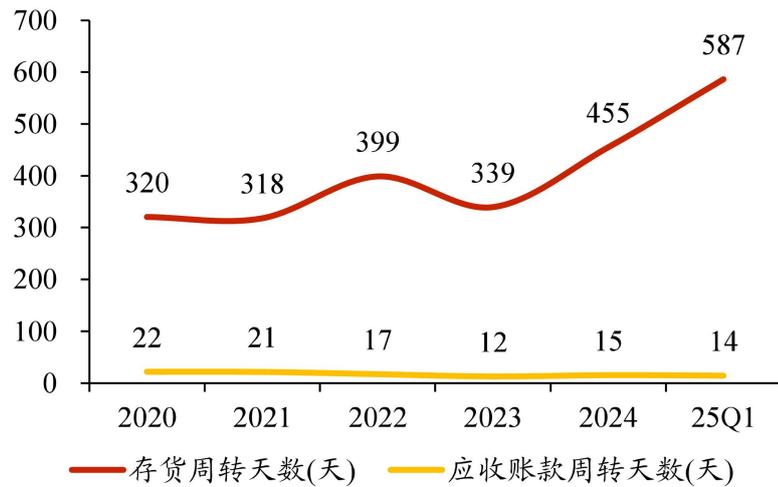
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 10：25Q1 年公司归母净利率为 6.53%


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

公司应收账款周转天数整体呈下降趋势。伴随产品结构调整，公司近年存货持续提升，存货周转天数由 2024 年的 455 天增至 25Q1 的 587 天左右；此外，公司应收账款周转天数整体呈下降趋势，25Q1 应收账款周转天数较 2020 年下降 8 天至 14 天左右。未来，伴随中国户外市场高景气及公司组织架构调整后核心运营品牌运营效率提升，存货问题有望获得改善。

图表 11：25Q1 年公司应收账款周转天数为 14 天



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

2.2. 竞争优势：优质户外品牌资源丰富，高端专业店铺形象赢得消费者心智

深耕户外零售赛道多年，公司优质户外品牌资源丰富。公司近年持续通过收购等方式获得多个户外头部品牌的中国区域代理权，持续丰富户外品牌矩阵，提升消费者心智并筑高竞争壁垒。**公司近期对品牌战略做出调整**，据公司公告，公司分别成立 X-BIONIC 事业部、HOUDINI+CRISPI 事业部、LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER 品牌运营事业部及户外渠道运营事业部，有望通过品牌化运营战略提升公司运营效率。

产品创新及渠道布局推动核心品牌 X-BIONIC 业绩增长。据中服圈微信公众号，X-BIONIC 于 2013 年进入中国市场，三夫户外于 2019 年成为 X-BIONIC 中国独家战略合作伙伴，并于 2020 年以 7883 万元收购 X-BIONIC 和 X-SOCKS 商标，以及 25 项相关专利、4 项专有技术等 IP 所有权，逐步成为公司核心品牌。公司通过加强研发持续为 X-BIONIC 赋能，近年成功推出 Schoeller 风盾软壳系列、TERRASKIN 越野跑鞋系列等产品，以持续满足目标客群的专业需求；同时，贯彻“品牌旗舰店+概念店+专卖店+户外多品店”的多级店铺策略有望拓宽品牌销售覆盖范围，助品牌获得更多触达高净值客群的机会。在公司持续重视品牌产品研发及渠道布局下，核心品牌 X-BIONIC 有望通过品牌势能提升持续为公司业绩增长贡献动力。

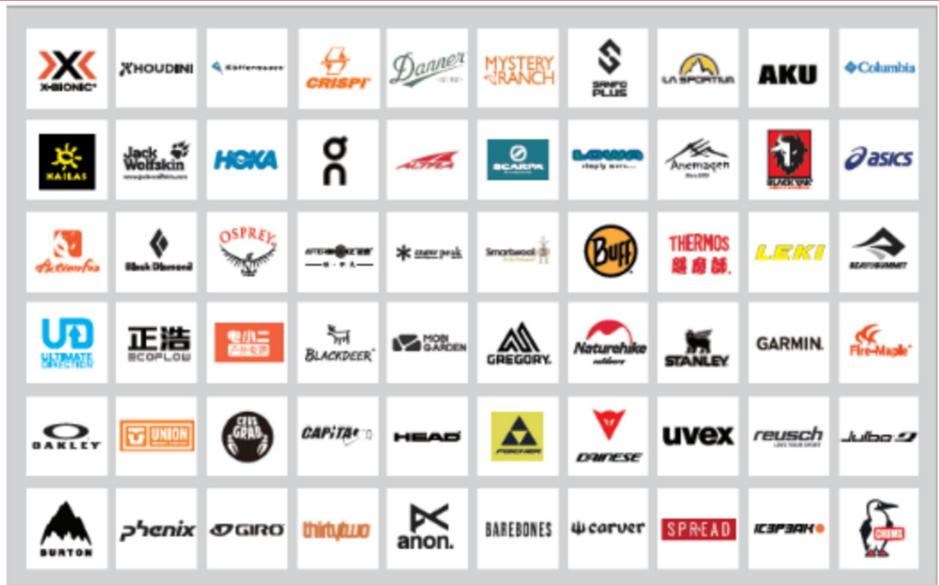
其他品牌核心产品为公司竞争力赋能。公司近年获得较多头部户外品牌的代理权，进一步夯实了公司产品丰富度。从 HOUDINI 看，公司于 2024 年展开品牌订货会，诸多新品受到经销商的好评与认可，2025 春夏/秋冬批发订单同比分别增长 476%/100%，其中，作为细分赛道标杆的“Power Houdi”则持续为品牌专业度背书；从 CRISPI 看，这一融合现代技术及意大利特有时尚风格的 brand 有望持续通过其手工制鞋工艺，维系产品“舒适零磨合”的口碑，持续吸引专业客群。公司还拥有如 LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH 等诸多各户外细分赛道的头部品牌，各品牌凭借其核心产品吸引目标专业客群的关注，在细分领域专业性的背书下，公司作为专业户外零售商的消费者心智不断强化，竞争优势明显。

图表 12: X-BIONIC 店铺形象



资料来源：中服圈微信公众号，华源证券研究所

图表 13: 公司品牌资源丰富



资料来源：公司公告，华源证券研究所

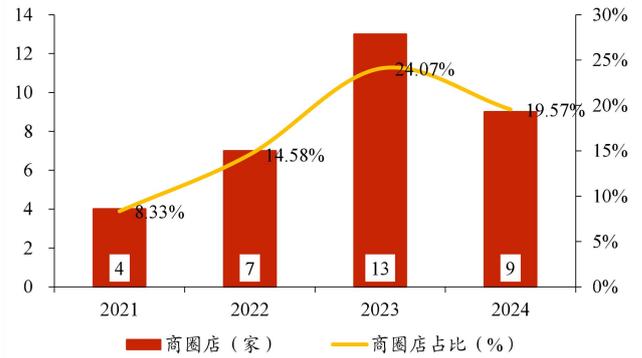
公司渠道逐步革新，近年商圈店铺占比增长助力品牌形象提升。据公司公告，截至 2024 年末，公司于北京、上海、南京、杭州、成都、深圳、沈阳、长春、青岛、石家庄、苏州、张家口、大连、吉林、通化、阿勒泰、白山共 17 个城市，开设了 46 家专业户外用品连锁店，较 2023 年减少 8 家，其中，2024 年商圈店铺 9 家，商圈店铺数量占比为 19.57%，自 2021 年以来商圈店铺数量占比整体呈增长趋势。据 CEO 品牌观察微信公众号，X-BIONIC 于 2025 年 1 月 15 日在上海南京西路开设旗舰店，店铺面积约 1100 平方米，分上下两层，一层为功能面料陈列展示区，二层为男女运动系列等，在超一线城市开设旗舰店对 X-BIONIC 品牌形象有积极的宣传作用，凸显公司通过渠道改革提升品牌力的决心。

图表 14: 2024 年公司线下店铺数量合计为 46 家



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 15: 2024 年公司商圈店铺数量占比为 19.57%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

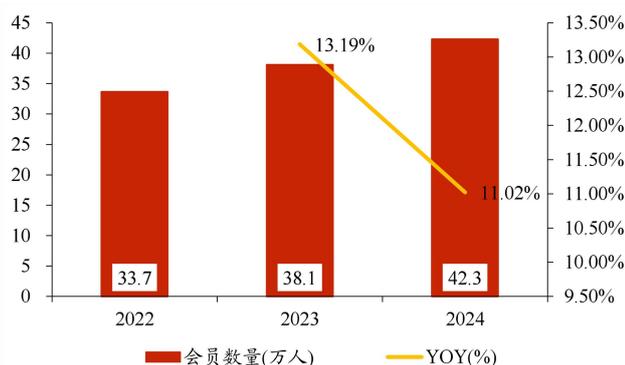
图表 16: X-BIONIC 上海南京西路旗舰店



资料来源: 上海市静安区人民政府网, 华源证券研究所

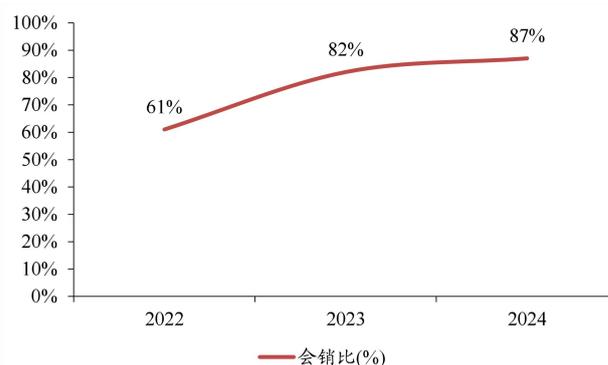
丰富的社群活动提升会员忠诚度, 会员销售占比持续提升。据公司公告, 2024 年公司门店会员人数增至 42.3 万人, 同比+11.02%; 此外, 公司组织全国社群活动 162 场, 形式包括徒步、露营、城市跑、越野跑、CITY WALK、攀岩及门店分享会等, 覆盖约 3500 人次, 还原真实场景的体验式消费往往对消费客群具有较强吸引力, 因此易推动会员忠诚度提升, 会员销售占比较 2023 年提升 5pct 至 87%, 完备的会员体系有望夯实公司的业绩增长。

图表 17: 2024 年公司门店会员数量为 42.3 万人



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 18: 2024 年公司会销比为 87%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

图表 19: 三夫户外全国社群活动形式多样



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预测

期间费率端: 1) **销售费用率**, 公司多个品牌于近年开启市场拓展, 开店及品宣等费用预期仍相对较高, 但伴随公司营收快速增长, 相关费率有望逐步改善, 因此预计 2025-2027 公司销售费用率分别为 30.60%、30.40%、30.30%; 2) **管理费用率**, 公司近年持续通过升级平台等多种方式提升运营效率, 管理费用率有望逐步下行, 因此预计 2025-2027 管理费用率分别为 10.00%、9.90%、9.90%。

图表 20: 三夫户外重点费率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	33.96%	30.60%	30.40%	30.30%
管理费用率	11.33%	10.00%	9.90%	9.90%

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025–2027 营业收入分别为 10.28 亿元/12.79 亿元/15.09 亿元，同比分别增长 28.51%/24.33%/18.05%；归母净利润分别 0.46 亿元/0.68 亿元/0.85 亿元，同比分别增长-148.00%/24.10%。

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕户外用品经销赛道，多年行业深耕积累了诸多国际核心品牌，核心品牌 X-BIONIC 有望通过研发创新及高质量渠道扩张获得品牌力及营收的提升，其他代理品牌有望随公司运营及户外行业发展不断贡献业绩增长。我们选择与公司同属户外运动品赛道的牧高笛及探路者为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司多个品牌仍处于品牌发展期且有望在具备规模化效应后提升运营效率，叠加公司具备的品牌稀缺性及精准卡位户外高景气赛道，因此给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)			EPS (元/股)			PE		
		2025-8-8	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002780.SZ	三夫户外	14.0	-	0.3	0.4	0.5	-	47.9	32.4	26.1
可比公司										
603908.SH	牧高笛	26.4	0.9	1.1	1.2	1.5	29.3	24.9	21.6	18.1
300005.SZ	探路者	9.1	0.1	0.2	0.3	0.4	76.2	43.5	33.9	24.7
可比公司 PE 均值							52.7	34.2	27.7	21.4

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期

4. 风险提示

零售环境修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

店铺拓展进度不及预期风险。公司虽有多个品牌处于发展初期，但受经济环境影响仍存在新店铺开店数量不及预期的风险。

部分垂类产品发展不及预期风险。近年户外多个运动细分市场热潮推动公司相应产品取得长足发展，热度下降等因素均有可能导致此类产品发展速度不及预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	75	103	128	151
应收票据及账款	33	43	53	63
预付账款	51	69	86	101
其他应收款	20	27	34	40
存货	479	533	653	767
其他流动资产	15	26	32	38
流动资产总计	674	800	986	1,160
长期股权投资	51	55	59	62
固定资产	280	246	221	204
在建工程	0	4	4	5
无形资产	48	38	29	22
长期待摊费用	25	13	0	0
其他非流动资产	33	38	46	54
非流动资产合计	438	393	359	346
资产总计	1,111	1,193	1,345	1,506
短期借款	163	204	266	316
应付票据及账款	51	38	46	54
其他流动负债	134	178	220	259
流动负债合计	349	420	532	629
长期借款	140	100	64	35
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	141	101	64	35
负债合计	489	521	596	664
股本	158	158	158	158
资本公积	495	495	495	495
留存收益	14	61	129	214
归属母公司权益	667	713	782	867
少数股东权益	-45	-41	-34	-25
股东权益合计	622	673	748	842
负债和股东权益合计	1,111	1,193	1,345	1,506

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-85	44	68	87
折旧与摊销	84	89	96	91
财务费用	19	14	14	15
投资损失	-16	-6	-6	-6
营运资金变动	-117	-68	-110	-104
其他经营现金流	142	9	9	9
经营性现金净流量	26	81	70	91
投资性现金净流量	-15	-40	-57	-74
筹资性现金净流量	-50	-13	12	6
现金流量净额	-39	28	25	23

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	800	1,028	1,279	1,509
营业成本	347	434	532	625
税金及附加	4	6	8	9
销售费用	272	315	389	457
管理费用	91	103	127	149
研发费用	10	13	17	20
财务费用	19	14	14	15
资产减值损失	-156	-98	-121	-143
信用减值损失	-2	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	16	6	6	6
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
其他收益	0	2	2	2
营业利润	-84	52	78	97
营业外收入	0	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-84	53	79	98
所得税	1	2	3	4
净利润	-85	51	75	94
少数股东损益	-64	5	7	9
归属母公司股东净利润	-21	46	68	85
EPS(元)	-0.14	0.29	0.43	0.54

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.45%	28.51%	24.33%	18.05%
营业利润增长率	-373.99%	162.53%	48.79%	24.37%
归母净利润增长率	-158.83%	314.98%	48.00%	24.10%
经营现金流增长率	-52.42%	215.96%	-13.44%	29.37%
盈利能力				
毛利率	56.67%	57.80%	58.40%	58.60%
净利率	-10.65%	4.96%	5.90%	6.21%
ROE	-3.22%	6.48%	8.75%	9.79%
ROA	-1.93%	3.87%	5.09%	5.64%
估值倍数				
P/E	-102.94	47.88	32.35	26.07
P/S	2.76	2.15	1.73	1.47
P/B	3.32	3.10	2.83	2.55
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	122	16	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。