

2025 年 08 月 31 日

加盟和线上贡献增长，期待定增完成后直营加快开店

三夫户外(002780)

评级:	增持	股票代码:	002780
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	16.0/8.59
目标价格:		总市值(亿)	21.56
最新收盘价:	13.68	自由流通市值(亿)	17.87
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

公司 2025H1 收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 3.78/0.17/0.15/0.1 亿元、同比增长 15%/105.75%/323.29%/139.23%；核心业务 XBIONIC 品牌增长 28%，剔除资产及信用减值损失、资产处置收益后归母净利为 0.31 亿元，同比增长 48%，经营性现金流低于归母净利主要由于存货和应收增加。

25Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.84/0.04/0.03 亿元、同比增长 15.72%/-46.43%/-2.7%，净利下降主要由于毛利率下降、销售费用提升 1300 万元、投资收益下降、所得税增加。

分析判断：

X-BIONIC 增长 28%主要来自线上和加盟增长贡献、上半年直营新增 1 家商场店、加盟增加 7 家（6 家商场、1 家集合店）。X-BIONIC 收入为 1.4 亿元、同比增长 28%，占比 37%。（1）截至上半年共 57 家店（直营品牌店/直营滑雪店/直营品牌专区/加盟加盟商场店/品牌专区店 15/10/19/6/7 家），上半年净增 1/0/-1/7/2/1 家；直营同比减少 3 家但收入基本持平，表明店效微增。（2）公司在天猫、京东、抖音、微商城等第三方线上电商平台的交易额为 3.8 亿元，同比提升 49.4%，线上收入为 1.78 亿元（除 X 外还包含其他品牌），同比增长 20.32%，占公司营业收入的 46.98%。（3）公司加盟收入（4）X-BIONIC 共举办会员活动 20+次，会销比为 91%，复购率为 28%。

独家代理品牌中，HOUDINI 翻倍增长来自拓加盟、上半年新增加盟 8 家。（1）CRISPI（独家代理）/HOUDINI（独家代理）/LS+MR+DANNER（独家代理）收入为 0.46/0.41/0.59 亿元，同比增长 16.4%/187.9%/-2.3%。HOUDINI 处于加盟快速扩张期：25H1HOUDINI 经销门店为 24 家（品牌店/品牌专区店 8/16 家、较年初增 5/3 家），在南京德基、杭州万象城等高端商场渠道新增 5 家品牌形象店，在锦州绿营地、武汉壹加壹运动生活馆等专业渠道新增 5 家品牌专区店。HOUDINI 全渠道流水额为 7390 万元。HOUDINI 26 春夏订货会批发客户新增 10 家、订单增长 22%；CRISPI 增加 7 家、增长 23%，直营即将于 9 月底入驻上海浦东嘉里城。（2）子公司飞蛙（CRISPI+HOUDINI）收入/净利/净利率 0.67/0.1/亿元/15%，同比增长 55%/翻倍/+4PCT。

联营品牌攀山鼠延续高增长。品牌收入/品牌净利/净利率/表内净利 1.32/0.35/27%/0.13 亿元，同比增长 65.5%/137%/9PCT/137%。

户外服务松鼠乐园减亏。户外服务收入 0.15 亿元，同比增长 2.8%。悉乐（松鼠乐园）亏损 0.043 亿元、亏损减少，公司持股比例 77%。

装备类毛利率下滑拖累户外用品毛利率，净利率增幅高于毛利率主要由于四项费用率下降、信用减值冲回。（1）2025H1 公司毛利率为 58.6%、同比增加 0.8PCT，其中户外用品毛利率为 61.06%，同比下降 0.3PCT，主要由于装备类-12PCT 至 45.66%。（2）2025H1 归母净利率为 2.1%、同比提升 2.0PCT。净利率增幅高于毛利率主要由于销售费用率下降 0.2PCT、管理费用率下降 1.6PCT、研发费用率下降 1.4PCT、财务费用率下降 0.2PCT、信用减值冲回 0.4PCT。（2）25Q2 公司毛利率为 57.7%、同比下降 1.5PCT，我们分析主要由于线上推出性价比产品。25Q2 公司净利率为 2.3%、同比下降 2.6PCT。净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 2.4PCT、投资收益下降 1.6PCT、所得税占比提升 3.6PCT。

存货及存货周转天数增加。2025H1 末公司存货为 5.15 亿元，同比增加 20.6%；存货周转天数为 573 天，同比增加 37 天；应收账款 0.29 亿元，同比增加 5.9%，应收账款周转天数为 15 天，同比下降 2 天；应付账款为 0.29 亿元，同比增加 14.9%，应付账款周转天数为 33 天，同比增加 2 天。

投资建议

我们分析，（1）户外赛道受益于海外流行趋势引领、00 后人群渗透率提升，目前仍处于高成长期。X 品牌上半年加盟开店符合预期，直营有望在定增完成后下半年加速；加盟仍在快速扩张，线上也在推出性价比单品后较快增长。（2）户外美学品牌 HOUDINI、CRISPI、3 个线上品牌增长仍值得期待，2026 春夏新品发布会期间，HOUDINI 品牌邀请重点经销商、潜在客户及媒体前往斯德哥尔摩总部，体验北欧极简美学及新季产品对“静奢户外”的诠释，获广泛好评，推动该季批发客户新增 10 家、订单增长 22%。（3）公司代理 MARMOT（土拨鼠）品牌，并在天猫、抖音等线上平台开设旗舰店。目前主要以调研市场和前期筹备为主，待条件成熟即展开全面运营，有望提供新增量。（4）部分代理品牌结束合作、攀山鼠出表等影响在 24 年结束，松鼠乐园上半年减亏趋势明显。

考虑直营开店低于预期，下调盈利预测，下调 25-27 年收入预测 10.26/12.51/15.07 亿元至 10.26/12.27/14.43 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 0.60/0.76/1.03 亿元至 0.44/0.68/0.95 亿元，对应下调 25-27 年 EPS 预测 0.38/0.48/0.65 元至 0.28/0.43/0.60 元，2025 年 8 月 29 日收盘价 13.68 元对应 25/26/27 年 PE 估值为 49/32/23X，维持“增持”评级。

风险提示

X-BIONIC 运营不及预期；松鼠乐园亏损加大；线下门店拓展不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	846	800	1,026	1,227	1,443
YoY (%)	50.5%	-5.5%	28.2%	19.5%	17.7%
归母净利润(百万元)	37	-21	44	68	95
YoY (%)	210.9%	-158.8%	306.3%	52.8%	39.9%
毛利率 (%)	53.6%	56.7%	57.2%	57.6%	57.9%
每股收益 (元)	0.23	-0.14	0.28	0.43	0.60
ROE (%)	5.3%	-3.2%	4.8%	6.8%	8.7%
市盈率	45.59	-77.50	48.62	31.82	22.74

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	800	1,026	1,227	1,443	净利润	-85	46	71	99
YoY (%)	-5.5%	28.2%	19.5%	17.7%	折旧和摊销	84	25	25	25
营业成本	347	439	520	608	营运资金变动	-117	-311	-284	-299
营业税金及附加	4	5	6	7	经营活动现金流	26	-96	-35	-7
销售费用	272	288	361	423	资本开支	-15	-262	-275	-289
管理费用	91	92	110	130	投资	15	0	0	0
研发费用	19	16	16	29	投资活动现金流	-15	-232	-238	-246
财务费用	10	10	12	14	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-156	-164	-172	-180	债务募资	192	98	352	327
投资收益	16	31	37	43	筹资活动现金流	-50	305	335	296
营业利润	-84	52	78	110	现金净流量	-39	-22	61	43
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	-84	51	78	110	成长能力 (%)				
所得税	1	5	8	11	营业收入增长率	-5.5%	28.2%	19.5%	17.7%
净利润	-85	46	71	99	净利润增长率	-158.8%	306.3%	52.8%	39.9%
归属于母公司净利润	-21	44	68	95	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-158.8%	306.3%	52.8%	39.9%	毛利率	56.7%	57.2%	57.6%	57.9%
每股收益	-0.14	0.28	0.43	0.60	净利率	-10.7%	4.5%	5.8%	6.8%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-1.9%	3.0%	3.5%	4.0%
货币资金	75	53	115	158	净资产收益率 ROE	-3.2%	4.8%	6.8%	8.7%
预付款项	51	65	77	90	偿债能力 (%)				
存货	479	607	719	840	流动比率	1.93	1.77	1.21	1.01
其他流动资产	68	85	99	114	速动比率	0.41	0.30	0.26	0.23
流动资产合计	674	811	1,010	1,202	现金比率	0.22	0.12	0.14	0.13
长期股权投资	51	51	51	51	资产负债率	44.0%	40.3%	50.5%	55.8%
固定资产	112	356	614	885	经营效率 (%)				
无形资产	48	40	33	25	总资产周转率	0.72	0.69	0.63	0.60
非流动资产合计	438	674	924	1,188	每股指标 (元)				
资产合计	1,111	1,485	1,934	2,390	每股收益	-0.14	0.28	0.43	0.60
短期借款	163	261	614	941	每股净资产	4.23	5.90	6.33	6.93
应付账款及票据	51	35	42	49	每股经营现金流	0.16	-0.61	-0.22	-0.04
其他流动负债	134	162	181	204	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	349	458	837	1,193	估值分析				
长期借款	2	2	2	2	PE	-100.30	48.62	31.82	22.74
其他长期负债	139	139	139	139	PB	2.99	1.79	1.67	1.53
非流动负债合计	141	141	141	141					
负债合计	489	599	978	1,334					
股本	158	158	158	158					
少数股东权益	-45	-44	-41	-37					
股东权益合计	622	886	957	1,055					
负债和股东权益合计	1,111	1,485	1,934	2,390					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。