

2025 年 09 月 03 日

三夫户外(002780.SZ)

投资评级：买入（维持）

——25H1 主要品牌高增长，未来借营销增强品牌心智

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

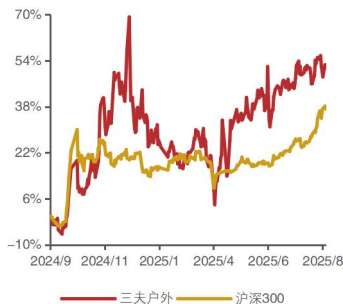
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 02 日

收盘价（元）	13.99
一年内最高/最低（元）	16.00/8.59
总市值（百万元）	2,204.65
流通市值（百万元）	1,827.83
总股本（百万股）	157.59
资产负债率（%）	43.59
每股净资产（元/股）	4.34

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **户外热潮推动公司 25H1 营收同增 15%。**三夫户外发布 2025 年中报，公司 25H1 实现营收 3.78 亿元，同比+15.10%，实现归母净利润 0.17 亿元，同比+105.75%，在户外运动热潮下公司收入及利润均实现较快增长；公司持续聚焦专业功能户外运动品的自主研发及代理运营，围绕 X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI 等成熟品牌及 MARMOT 等新代理品牌发力，25H1 X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI 品牌营收分别同增 28.07%/187.87%/16.36%，为 25H1 公司业绩增长的核心驱动力。
- **分产品看，服装类营收占比持续提升。**分产品看，公司服装类产品 25H1 实现营收 2.24 亿元，同比+26.15%，毛利率较 24H1 提升 0.81pct 至 66.50%，服装类产品毛利率向好或系公司品牌经营调整下高毛利品牌营收占比提升所致；25H1 鞋袜类产品实现营收 0.98 亿元，同比+11.18%，毛利率较 24H1 提升 0.43pct 至 55.03%；25H1 装备类产品实现营收 0.41 亿元，同比-14.82%，营收占比较 24H1 下降 3.78pct 至 10.77%，毛利率较 24H1 下降 12.11pct 至 45.66%，公司装备类产品营收占比及毛利率均有一定下降。
- **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%。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，维持“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）	60.35	-102.57	47.71	32.24	25.98

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	-102.57	47.71	32.24	25.98
P/S	2.75	2.14	1.72	1.46
P/B	3.30	3.09	2.82	2.54
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）。