

三夫户外 (002780.SZ)

2025H1 业绩高增，品牌运营多点开花

2025 年 09 月 04 日

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

周佳（分析师）

张越（分析师）

赵晨旭（联系人）

zhoujia@kysec.cn

zhangyue1@kysec.cn

zhaochenxu@kysec.cn

证书编号：S0790523070004

证书编号：S0790524090003

证书编号：S0790124120019

日期	2025/9/4
当前股价(元)	13.60
一年最高最低(元)	16.00/8.59
总市值(亿元)	21.43
流通市值(亿元)	17.77
总股本(亿股)	1.58
流通股本(亿股)	1.31
近 3 个月换手率(%)	417.0

中小盘研究团队

● 2025H1 业绩高增，核心品牌驱动增长

公司发布 2025 年半年报，实现营业收入 3.78 亿元，同比+15.10%；归母净利润 1681.93 万元，同比+105.75%；扣非归母净利润 1535.64 万元，同比+323.29%。业绩增长主要系公司核心自有及代理品牌业务表现强劲。分品牌看，X-BIONIC 收入 1.40 亿元，同比+28.07%；HOUDINI 收入 4073.42 万元，同比+187.87%；CRISPI 收入 4590.76 万元，同比+16.36%；LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER 三个品牌总计实现营收入 5876 万元，同比-2.3%。考虑到公司品牌化运营进展，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.50（+0.02）/0.74（+0.01）/1.03（+0.23）亿元，对应 EPS 分别为 0.32（+0.02）/0.47（+0.01）/0.65（+0.14）元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 43.0/28.8/20.9 倍，看好品牌化转型效果及核心品牌增长动力，维持“买入”评级。

● 渠道体系加速升维，品牌运营多点开花

公司持续聚焦专业功能户外运动用品的自主研发和代理运营，各业务板块取得积极进展。自有品牌方面，X-BIONIC 线上布局成效显著，天猫、京东、抖音三大电商平台精细化运营持续深化；线下门店矩阵成型，截至 2025 年 H1，X-BIONI C 在全国 22 个城市已拥有 57 家门店。独家代理品牌方面，HOUDINI 新增 5 家品牌形象店和 5 家品牌专区店，国内市场影响力显著增强；CRISPI 品牌知名度与产品信赖度全方位提升，上半年批发客户数量同比增长 23.47%；土拨鼠品牌已在天猫、抖音等线上平台开设旗舰店，预计 2026 年全方位运营开始逐步提速。

● 户外行业方兴未艾，多渠道渗透带动各品牌加速突围

展望未来，户外运动产业持续受益于政策支持和国民健康意识提升，市场规模有望继续扩张，同时细分化、多元化趋势明显。公司将继续聚焦运营运动黑科技品牌 X-BIONIC，筹备启动 Marmot 品牌运营。在定增完成后积极发力市场营销，升级店铺形象，提高品牌知名度，驱动各品牌进入“健康快速发展通道”。

● 风险提示：品牌运营不达预期、宏观经济波动风险、线下门店拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	846	800	1,029	1,328	1,586
YOY(%)	50.5	-5.5	28.6	29.0	19.4
归母净利润(百万元)	37	-21	50	74	103
YOY(%)	210.9	-158.8	331.9	49.5	37.7
毛利率(%)	53.6	56.7	57.5	57.7	57.9
净利率(%)	4.3	-2.7	4.8	5.6	6.5
ROE(%)	3.2	-13.7	7.6	10.3	12.5
EPS(摊薄/元)	0.23	-0.14	0.32	0.47	0.65
P/E(倍)	58.7	-99.7	43.0	28.8	20.9
P/B(倍)	3.1	3.2	3.0	2.7	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《品牌化运营元年，全渠道布局成效初显——中小盘信息更新》-2025.4.30

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	657	674	907	1120	1294
现金	115	75	97	125	149
应收票据及应收账款	34	33	54	58	75
其他应收款	23	20	35	36	48
预付账款	53	51	82	90	116
存货	397	479	625	796	891
其他流动资产	35	15	15	15	15
非流动资产	448	438	542	668	754
长期投资	5	51	97	143	189
固定资产	230	112	181	259	310
无形资产	55	48	48	49	38
其他非流动资产	158	227	216	216	217
资产总计	1105	1111	1449	1787	2048
流动负债	330	349	635	895	1050
短期借款	179	163	493	735	875
应付票据及应付账款	23	51	36	46	51
其他流动负债	128	134	105	114	124
非流动负债	68	141	141	141	141
长期借款	3	2	2	2	2
其他非流动负债	65	139	139	139	139
负债合计	398	489	776	1036	1191
少数股东权益	18	-45	-44	-41	-36
股本	158	158	158	158	158
资本公积	495	495	495	495	495
留存收益	36	14	66	143	250
归属母公司股东权益	689	667	717	792	894
负债和股东权益	1105	1111	1449	1787	2048

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	54	26	-128	-61	-3
净利润	23	-85	52	78	107
折旧摊销	46	45	36	34	42
财务费用	19	19	12	13	10
投资损失	-0	-16	-13	-20	-26
营运资金变动	-110	-117	-214	-165	-136
其他经营现金流	76	181	0	0	0
投资活动现金流	-55	-15	-127	-140	-103
资本支出	22	15	95	114	83
长期投资	-8	15	-46	-46	-46
其他投资现金流	-25	-15	13	20	26
筹资活动现金流	-16	-50	-54	-13	-10
短期借款	31	-16	330	241	140
长期借款	3	-1	1	0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-32	-384	-254	-150
现金净增加额	-16	-39	-309	-213	-116

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	846	800	1029	1328	1586
营业成本	393	347	437	562	667
营业税金及附加	6	4	6	8	10
营业费用	248	272	352	453	539
管理费用	92	91	118	153	182
研发费用	10	10	15	20	24
财务费用	19	19	12	13	10
资产减值损失	-48	-156	-37	-46	-55
其他收益	3	-0	-8	-8	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	16	13	20	26
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	31	-84	56	84	116
营业外收入	2	0	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	31	-84	57	85	117
所得税	9	1	5	8	11
净利润	23	-85	52	78	107
少数股东损益	-14	-64	2	3	4
归属母公司净利润	37	-21	50	74	103
EBITDA	85	-31	110	154	205
EPS(元)	0.23	-0.14	0.32	0.47	0.65

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	50.5	-5.5	28.6	29.0	19.4
营业利润(%)	184.7	-374.0	166.5	51.6	38.1
归属于母公司净利润(%)	210.9	-158.8	331.9	49.5	37.7
获利能力					
毛利率(%)	53.6	56.7	57.5	57.7	57.9
净利率(%)	4.3	-2.7	4.8	5.6	6.5
ROE(%)	3.2	-13.7	7.6	10.3	12.5
ROIC(%)	3.1	-8.8	5.6	7.1	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	36.0	44.0	53.5	58.0	58.1
净负债比率(%)	14.4	21.4	59.4	81.7	85.0
流动比率	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	28.9	23.8	23.8	23.8	23.8
应付账款周转率	21.0	13.7	13.7	13.7	13.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	-0.14	0.32	0.47	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.16	-0.81	-0.38	-0.02
每股净资产(最新摊薄)	4.37	4.23	4.55	5.02	5.67
估值比率					
P/E	58.7	-99.7	43.0	28.8	20.9
P/B	3.1	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	26.5	-71.7	22.7	17.6	13.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn