

三夫户外(002780)

报告日期: 2025年09月11日

品牌矩阵快速成长中，秋冬旺季展望乐观

——三夫户外点评报告

投资要点

□ 25H1 收入双位数增长，盈利能力改善

25H1 实现收入 3.78 亿元（同比+15.1%），归母净利润 1682 万元（同比+106%），扣非后归母净利润 1536 万元（同比+323%）。
25Q2 实现收入 1.84 亿元（同比+15.7%），归母净利润 415 万元（同比-46.4%），扣非后归母净利润 319 万元（同比-2.7%）。
25H1 毛利率 58.6%（同比+0.8pp），归母净利率 4.5%（同比+2.0pp），扣非净利率 4.1%（同比+3.0pp），期间费用率 51.3%（同比-3.7pp）

□ 品牌矩阵快速成长，渠道及产品持续完善

25H1 自有品牌收入 1.47 亿元（同比+19.6%），其中 X-BIONIC 收入 1.40 亿元（同比+28.1%），目前共开设 25 家单品牌店及 32 家品牌专区店，公司持续推进多层次产品矩阵，即将上市的 25 秋冬新品值得期待。
25H1 代理、经销品牌收入 2.15 亿元（同比+13.2%），其中：1）CRISPI 收入 0.46 亿元（同比+16.4%），批发客户数量同比+23.5%，并将于 9 月开设首家单品牌店；2）HOUDINI 收入 0.41 亿元（同比+187.9%），新增 5 家单品牌店及 5 家品牌专区店；3）LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER 合计收入 0.59 亿元（同比-2.3%），主要是由于优化 SKU 及售价。
25H1 户外服务收入 0.15 亿元（同比+2.8%），收入占比进一步下降。

□ 下半年展望乐观，新代理品牌蓄势待发

随着秋冬新产品上市、新形象门店持续开拓，以及加盟体量壮大，X-BIONIC 及独家代理品牌下半年增速有望提速或保持。公司定增完成后将重点发力市场营销，进一步提升 X-BIONIC 品牌知名度。

公司新代理品牌 Marmot（土拨鼠）正在市场调研及产品研发等筹备阶段，预计 2026 年全面开启运营，值得期待。

□ 盈利预测及投资建议：

公司全面转型品牌运营，X-BIONIC 势头强劲，独家代理品牌多点开花；并且逐步收缩、加快清理户外服务业务，有望减少利润端拖累。
预计公司 25-27 年实现收入 10.0/12.3/14.6 亿元，同比增长 25%/23%/19%，实现归母净利润 0.4/0.6/0.8 亿元，同比扭亏为盈/+43%/+29%，对应 PE 52/36/28 倍，户外鞋服赛道高景气，公司在手品牌稀缺性强，收入体量成长有望带动利润逐步释放，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

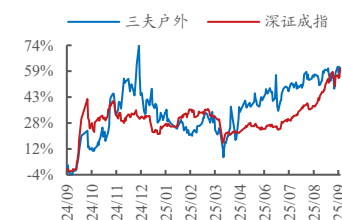
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：邹国强
执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.22
总市值(百万元)	2,240.89
总股本(百万股)	157.59

股票走势图



相关报告

- 《品牌运营转型成效亮眼，非核心业务逐步收缩》 2025.05.06
- 《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	1000.4	1230.4	1463.9
(+/-) (%)	-5.5%	25.0%	23.0%	19.0%
归母净利润	(21.5)	42.8	61.2	79.0
(+/-) (%)	-158.8%	/	43.2%	29.1%
每股收益(元)	(0.14)	0.26	0.37	0.48
P/E	(104.3)	52.4	36.6	28.4

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	699	684	705
现金	75	79	41	36
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	33	34	38	41
其它应收款	20	21	21	21
预付账款	51	54	66	71
存货	479	493	501	519
其他	15	18	17	17
非流动资产	438	426	433	435
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	216	225	231
资产总计	1,111	1,125	1,117	1,140
流动负债	349	293	293	309
短期借款	163	171	167	169
应付款项	28	29	28	39
预收账款	0	0	0	0
其他	157	93	97	101
非流动负债	141	151	146	148
长期借款	2	2	2	2
其他	139	149	144	147
负债合计	489	444	439	458
少数股东权益	(45)	0	0	0
归属母公司股东权益	667	681	678	683
负债和股东权益	1,111	1,125	1,117	1,140

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	800	1000	1230	1464
营业成本	347	428	527	628
营业税金及附加	4	6	7	8
营业费用	272	340	417	496
管理费用	91	112	137	162
研发费用	10	13	16	19
财务费用	19	19	19	19
资产减值损失	(156)	(60)	(70)	(80)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	16	22	30	40
其他经营收益	(0)	2	2	1
营业利润	(84)	47	70	92
营业外收支	(0)	0	1	0
利润总额	(84)	47	70	93
所得税	1	9	14	19
净利润	(85)	38	56	74
少数股东损益	(64)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	(21)	43	61	79
EBITDA	122	157	185	211
EPS (最新摊薄)	(0.14)	0.26	0.37	0.48

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.45%	25.00%	23.00%	18.97%
营业利润	-373.99%	/	48.11%	32.53%
归属母公司净利润	-158.83%	/	43.17%	29.10%
获利能力				
毛利率	56.67%	57.26%	57.18%	57.11%
净利率	-2.69%	4.27%	4.98%	5.40%
ROE	-12.83%	5.80%	8.27%	10.88%
ROIC	9.31%	9.53%	11.94%	14.04%
偿债能力				
资产负债率	44.05%	39.46%	39.31%	40.14%
净负债比率	78.72%	65.17%	64.76%	67.06%
流动比率	1.93	2.39	2.33	2.28
速动比率	0.41	0.52	0.40	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.89	1.10	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	0.37	0.48
每股经营现金	0.04	(0.00)	0.01	0.00
每股净资产	4.23	4.12	4.10	4.13
估值比率				
P/E	(104.26)	52.41	36.61	28.36
P/B	3.36	3.29	3.31	3.28
EV/EBITDA	19.17	14.88	12.84	11.26

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26	(3)	4	2
净利润	(85)	38	56	74
折旧摊销	27	37	40	43
财务费用	11	19	19	19
投资损失	(16)	(22)	(30)	(40)
营运资金变动	(117)	(26)	(22)	(25)
其它	206	(48)	(59)	(69)
投资活动现金流	(15)	(52)	(31)	4
资本支出	15	16	16	16
长期投资	0	0	0	0
其他	(31)	(68)	(48)	(12)
筹资活动现金流	(50)	59	(11)	(11)
短期借款	163	171	167	169
长期借款	2	2	2	2
其他	(215)	(114)	(180)	(182)
现金净增加额	(39)	4	(38)	(4)

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>