

2026年01月30日

业绩超预期，期待26年加速开店

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:	19.2/8.74
目标价格:		总市值(亿)	24.67
最新收盘价:	14.92	自由流通市值(亿)	19.49
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

公司发布2025业绩预告，归母净利润为4500-6750万元，同比增长309-414%，预告中枢净利超市场预期。

分析判断:

我们分析，X品牌营收持续增长、我们预计超预期主要来自松鼠乐园减亏，我们此前预计亏损2000万，上半年为亏损420万元，减亏明显，全年我们预计亏损为几百万元。

投资建议

我们分析，展望26年，(1) X品牌有望加速开店，订货会也为加盟收入增长提供了保障，线上也在推出性价比单品后较快增长，我们预计26年X收入有望加速至40%左右。(2) 户外美学品牌HOUDINI、CRISPI、3个线上品牌增长仍值得期待，未来HOUDINI有望调整国内供应链、推出更符合国人身材的产品。(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) 松鼠乐园减亏趋势明显。

调整盈利预测，考虑暖冬影响，下调25-27年收入预测10.26/12.27/14.43亿元至9.67/11.90/14.22亿元；考虑松鼠部落减亏，上调25-27年归母净利润预测0.44/0.68/0.95亿元至0.53/0.90/1.16亿元，对应上调25-27年EPS预测0.28/0.43/0.60元至0.34/0.57/0.73元，2026年1月30日收盘价14.92元对应25/26/27年PE估值为44/26/20X，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	967	1,190	1,422
YoY (%)	50.5%	-5.5%	20.9%	23.0%	19.5%
归母净利润(百万元)	37	-21	53	90	116
YoY (%)	210.9%	-158.8%	346.5%	70.0%	28.4%
毛利率 (%)	53.6%	56.7%	57.2%	57.6%	57.9%
每股收益(元)	0.23	-0.14	0.34	0.57	0.73
ROE (%)	5.3%	-3.2%	5.6%	8.8%	10.1%
市盈率	64.36	-109.39	44.37	26.11	20.33

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	967	1,190	1,422	净利润	-85	55	94	120
YoY (%)	-5.5%	20.9%	23.0%	19.5%	折旧和摊销	84	25	25	25
营业成本	347	414	505	599	营运资金变动	-117	-277	-296	-308
营业税金及附加	4	5	6	7	经营活动现金流	26	-51	-24	7
销售费用	272	249	317	388	资本开支	-15	-262	-275	-289
管理费用	91	87	107	128	投资	15	0	0	0
研发费用	19	16	15	28	投资活动现金流	-15	-233	-239	-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	29	36	43	筹资活动现金流	-50	305	335	296
营业利润	-84	62	104	134	现金净流量	-39	21	72	56
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	-84	61	104	134	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1	6	10	13	成长能力 (%)				
净利润	-85	55	94	120	营业收入增长率	-5.5%	20.9%	23.0%	19.5%
归属于母公司净利润	-21	53	90	116	净利润增长率	-158.8%	346.5%	70.0%	28.4%
YoY (%)	-158.8%	346.5%	70.0%	28.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.14	0.34	0.57	0.73	毛利率	56.7%	57.2%	57.6%	57.9%
					净利率	-10.7%	5.7%	7.9%	8.5%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-1.9%	3.6%	4.6%	4.7%
货币资金	75.25	88.39	146.11	191.18	净资产收益率 ROE	-3.2%	5.6%	8.8%	10.1%
预付款项	51.44	61.46	74.90	88.85	偿债能力 (%)				
存货	479.13	572.54	697.68	827.62	流动比率	1.93	1.80	1.25	1.05
其他流动资产	67.76	81.00	96.22	112.07	速动比率	0.41	0.39	0.32	0.28
流动资产合计	673.58	803.40	1014.91	1219.71	现金比率	0.22	0.21	0.20	0.19
长期股权投资	51.38	51.38	51.38	51.38	资产负债率	44.0%	39.8%	49.6%	54.5%
固定资产	111.86	356.19	613.61	884.78	经营效率 (%)				
无形资产	47.62	40.07	32.51	24.95	总资产周转率	0.72	0.65	0.61	0.58
非流动资产合计	437.67	674.44	924.31	1187.92	每股指标 (元)				
资产合计	1111.25	1477.84	1939.21	2407.63	每股收益	-0.14	0.34	0.57	0.73
短期借款	163.45	261.44	613.80	940.63	每股净资产	4.23	5.95	6.53	7.26
应付账款及票据	50.84	33.29	40.56	48.12	每股经营现金流	0.16	-0.32	-0.15	0.04
其他流动负债	134.31	155.10	177.02	201.64	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	348.60	449.83	831.38	1190.39	估值分析				
长期借款	1.59	1.59	1.59	1.59	PE	-109.39	44.37	26.11	20.33
其他长期负债	139.28	139.28	139.28	139.28	PB	2.99	1.78	1.62	1.46
非流动负债合计	140.87	140.87	140.87	140.87					
负债合计	489.47	590.70	972.25	1331.26					
股本	157.59	157.59	157.59	157.59					
少数股东权益	-45.50	-43.60	-40.41	-36.03					
股东权益合计	621.78	887.14	966.96	1076.37					
负债和股东权益合计	1111.25	1477.84	1939.21	2407.63					

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。