

三夫户外 (002780.SZ)

战略转型持续深化，核心品牌放量打开成长空间

核心观点：

- **公司深耕户外近二十余载，品牌化转型持续推进。**公司创立于1997年，是中国最早进入户外用品连锁零售领域的企业之一，长期深耕户外用品零售、品牌运营与户外服务业态。近年来，公司围绕“自有+独家代理”品牌矩阵，完成渠道运营向品牌化运营转型，强化品牌精细化管理。自有品牌收入由2020年的0.35亿元提升至2024年的3.27亿元，占比由8%提升至41%，收入结构持续优化，公司由以代理和经销为主向自有品牌为核心的战略升级路径逐步清晰。创始人、董事长张恒先生完成定增7300万元，彰显对公司长期发展信心。
- **户外行业景气提升，结构升级趋势明确。**我国户外用品市场规模近年来实现跨越式增长，运动及户外鞋服市场整体扩容，户外鞋服规模增速持续高于运动鞋服，占比不断提升，行业呈现专业化、高端化发展趋势。我国户外运动鞋服渗透率仍有提升空间，行业长期成长逻辑明确。
- **三大业务构筑公司成长新格局。**公司以自有品牌X-BIONIC为核心战略品牌，依托技术专利与功能面料优势强化高端定位，X-BIONIC收入由2020年的0.40亿元提升至2024年的2.90亿元，占公司营收比重由9%提升至36%，已经成长为公司收入与盈利增长的核心驱动力。同时，公司推进发展独家代理品牌，并通过户外服务为公司中长期增长打下坚实的客群基础。未来，公司将持续以自有和独家代理品牌为发力点，以崇礼168等赛事IP扩大和维护优质客群，共同打造品牌、渠道与服务协同发展的户外用品闭环生态，铸就业务成长新格局。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司2025-2027年每股收益分别为0.32/0.50/0.72元，参考可比公司，考虑公司利润增速较高，给予2026年35倍PE，对应合理价值17.61元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**经济波动风险；行业竞争风险；品牌运营与渠道拓展风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	846	800	970	1,200	1,470
增长率 (%)	50.5%	-5.5%	21.2%	23.7%	22.5%
EBITDA (百万元)	186	160	186	206	239
归母净利润 (百万元)	37	-21	53	83	119
增长率 (%)	210.1%	-	-	57.4%	43.3%
EPS (元/股)	0.23	-0.14	0.32	0.50	0.72
市盈率 (P/E)	54.0	-	47.1	29.9	20.9
ROE (%)	5.3%	-3.2%	7.3%	10.4%	12.9%
EV/EBITDA	10.9	13.0	14.1	12.4	10.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

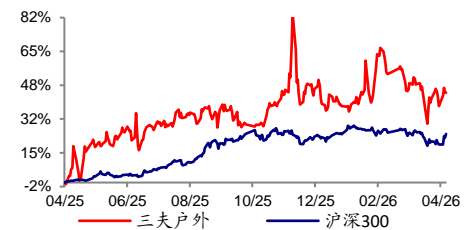
增持

当前价格	15.06元
合理价值	17.61元
报告日期	2026-04-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	165/131
总市值/流通市值 (百万元)	2490/1968
一年内最高/最低 (元)	19.20/10.50
30日日均成交量/成交额 (百万)	4.7/69.3
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	3.22/12.47

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

钟泽宇



SAC 执证号：S0260526020002



020-66336949



zhongzeyu@gf.com.cn

请注意，钟泽宇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司概况：深耕户外二十余载，打造全产业链生态	5
（一）公司简介：户外用品领军者，打造“自有+独家代理”品牌矩阵	5
（二）业务概况：代理和经销业务稳健发展，品牌转型重塑增长逻辑	7
（三）发展历程：2015年后优化品牌结构，由渠道商向品牌运营商转型	12
（四）公司财务分析：营收稳健上升，净利润实现扭亏	14
（五）公司股权结构：实控人稳定，管理层行业经验丰富	19
（六）公司大股东定增彰显出对公司的发展信心	21
二、户外运动鞋服行业：户外运动如火如荼，行业发展空间广阔	22
（一）市场空间：户外运动人数持续攀升，户外鞋服市场规模双位数增长	22
（二）相关政策：政策不断加码支持，自上而下推动产业加速发展	26
三、未来发展：三大业务构筑公司增长新格局	27
（一）自有品牌：X-BIONIC 引领的业绩新引擎	27
（二）独家代理品牌：差异化产品矩阵构筑第二增长曲线	37
（三）户外赛事及服务：构建户外生活方式流量入口	42
四、盈利预测和投资建议	45
（一）盈利预测	45
（二）投资建议	47
五、风险提示	48
（一）宏观经济波动风险	48
（二）行业竞争加剧风险	48
（三）品牌运营与渠道拓展不及预期风险	48

图表索引

图 1: 公司具有多品牌、全品类的产品结构	7
图 2: 2024 年分业务收入占总营收比重 (%)	8
图 3: 2025 年上半年分业务收入占总营收比重 (%)	8
图 4: 独家代理品牌 CRISPI、HOUDINI	9
图 5: 独家代理品牌 LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER	9
图 6: 三夫户外门店形象	9
图 7: 3D BIONICSPHERE 球体功能板控温系统	11
图 8: X-BIONIC HERMIT LT 隐者轻量冲锋衣	11
图 9: 2025 崇礼 168 超级越野赛	12
图 10: 三夫户外发展历程	14
图 11: 营收及同比增速	15
图 12: 归母净利润及同比增速	15
图 13: 毛利率和净利率 (%)	16
图 14: 销售、管理、研发费用率 (%)	16
图 15: 公司收入构成 (按业务划分, 亿元)	17
图 16: 公司收入构成 (按产品划分, 亿元)	17
图 17: 公司收入构成占比 (按业务划分, %)	18
图 18: 公司收入构成占比 (按产品划分, %)	18
图 19: 公司门店数量 (家)	18
图 20: 2024 年公司业务收入占比 (按销售模式, %)	18
图 21: 公司股权结构	19
图 22: 全球户外运动爱好者人数规模 (亿人)	23
图 23: 中国户外用品市场规模 (亿元)	24
图 24: 中国运动鞋服及户外鞋服市场规模 (亿元)	24
图 25: 中国户外鞋服和运动鞋服市场规模占比 (%)	25
图 26: 中国户外用品销售渠道占比 (%)	25
图 27: 中国户外和运动鞋服渗透率对比海外 (%)	26
图 28: 自有品牌收入及增速	28
图 29: 自有品牌及非自有品牌收入占营收比重 (%)	28
图 30: X-BIONIC 户外鞋服	29
图 31: X-BIONIC 畅销产品销售价格带 (元)	30
图 32: X-BIONIC 历年收入及增速	31
图 33: X-BIONIC 占公司营收比重 (%)	31
图 34: X-BIONIC 门店内部	32
图 35: 三夫户外上海旗舰店	32
图 36: X-BIONIC 风盾软壳发布会	33
图 37: TERRASKIN 越野跑鞋系列	33
图 38: X-BIONIC 聚能加强滑雪服	35
图 39: X-BIONIC 聚能加强系列瑞士运动版	35

图 40: X-BIONIC 与其他主流户外用品品牌冲锋衣价格带 (元)	36
图 41: 户外消费者更关注功能性和耐用性	37
图 42: 各品牌收入占代理和经销业务收入比重	37
图 43: HOUDINI 畅销产品销售价格带 (元)	39
图 44: CRISPI 畅销产品销售价格带 (元)	39
图 45: 北欧户外美学品牌 HOUDINI	40
图 46: Power Houdi 魔术大师抓绒外套	41
图 47: 意大利手工匠心传承鞋品 CRISPI	42
图 48: 公司户外服务业务收入 (亿元)	43
图 49: 三夫户外承办崇礼 168 超级越野赛	43
图 50: 三夫户外举办 X-BIONIC 户外活动	44
图 51: 三夫户外会员总数 (万人)	44

表 1: 公司主要品牌情况	5
表 2: 公司三大品牌事业部负责人情况	6
表 3: 公司管理层情况	19
表 4: 公司股权激励计划情况	21
表 5: 公司股权激励计划授予对象	21
表 6: 公司向特定对象发行 A 股股票募集	22
表 7: 我国户外用品分类	22
表 8: 历年出台的户外运动相关政策	26
表 9: X-BIONIC 全球优质材料供应商情况	29
表 10: X-BIONIC 品牌部分产品价格情况	30
表 11: X-BIONIC 部分核心技术介绍	33
表 12: X-BIONIC 经典户外服装产品及技术应用	34
表 13: X-BIONIC 与其他主流户外用品品牌收入和门店数量情况	36
表 14: HOUDINI、CRISPI 等独家代理品牌部分产品价格情况	38
表 15: 公司收入关键假设	46
表 16: 可比公司情况	47

一、公司概况：深耕户外二十余载，打造全产业链生态

（一）公司简介：户外用品领军者，打造“自有+独家代理”品牌矩阵

根据公司官网，三夫户外创立于1997年，是中国最早进入户外用品连锁零售领域的企业之一。公司总部位于北京，创立以来深耕户外用品零售、品牌运营与户外服务业态。自2015年12月上市后，公司不断对原有业务进行变革、转型，融合产品与服务，致力于户外运动产业升级，研发生产和代理经销高功能专业户外运动用品，并且不断与各地政府、体育协会等进行赛事合作，在行业内形成了良好的口碑和品牌美誉度，是中国户外运动产业发展的引领者。公司主营业务由自有品牌业务、代理和经销业务、户外服务业务构成。

公司不断进行产业深耕，与国内外数百个户外品牌建立起持久稳定的合作关系。根据公司官网，公司拥有X-BIONIC、X-SOCKS、SANFO PLUS、ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO等自有品牌，独家代理CRISPI、HOUDINI、DANNER、MYSTERY RANCH、LA SPORTIVA等经典国际户外品牌，经销200+户外知名品牌，超8000余个SKU，涉及户外服装、户外鞋袜与户外装备三大类别，涵盖滑雪、露营、跑步、徒步、登山、城市通勤等众多户外场景，以满足不同户外运动场景下的不同需求。公司聚焦打造“自有+独家代理”品牌矩阵，完成渠道运营向品牌化运营业务转型。

表1：公司主要品牌情况

品牌名称	品牌商标	品牌国家	品牌特色
X-BIONIC		瑞士	瑞士功能运动品牌，将仿生学技术创造性应用于服装领域，产品涵盖功能内衣、中层、外层等，适用于滑雪、跑步、登山、旅行、商务休闲等环境穿戴。
X-SOCKS		瑞士	瑞士功能运动品牌，2021年向中国11支雪上项目国家集训队赞助品牌产品
SANFO PLUS		中国	三夫户外创立的自有品牌，定位中高端户外，以科技材料、精良品质、亚洲版型为产品核心特色
CRISPI		意大利	意大利手工制作，只选用法国、西班牙、意大利饲养的牛作为主要皮革来源，具备了优美的线条和典雅的意大利风格
HOUDINI		瑞典	1993年创立于瑞典，秉承环保与极简核心，设计理念独特，聚焦产品耐用性、可持续性和多场景实用性

DANNER		美国	1932年创立于美国，工作靴坚固耐用，登山鞋轻便灵活
MYSTERY RANCH		美国	2000年创立于美国，以坚固耐用、功能设计、背负舒适与最高品质为品牌核心，专为军事、狩猎、消防及登山等专业人士制造高品质背包
LA SPORTIVA		意大利	1928年创立于意大利，专注于技术性户外运动装备开发，产品线涵盖自海平面至垂直高度8000米级别的各项户外运动

数据来源：公司财报，各品牌公众号，广发证券发展研究中心

公司围绕核心品牌和业务规划，完成品牌组织架构调整。根据公司财报，2024年，公司围绕品牌运营的核心业务，按照经营计划完成品牌组织架构调整，分别成立X-BIONIC品牌运营事业部，HOUDINI+CRISPI品牌运营事业部，LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER品牌运营事业部及户外渠道运营事业部，实现品牌化运营战略。

表2：公司三大品牌事业部负责人情况

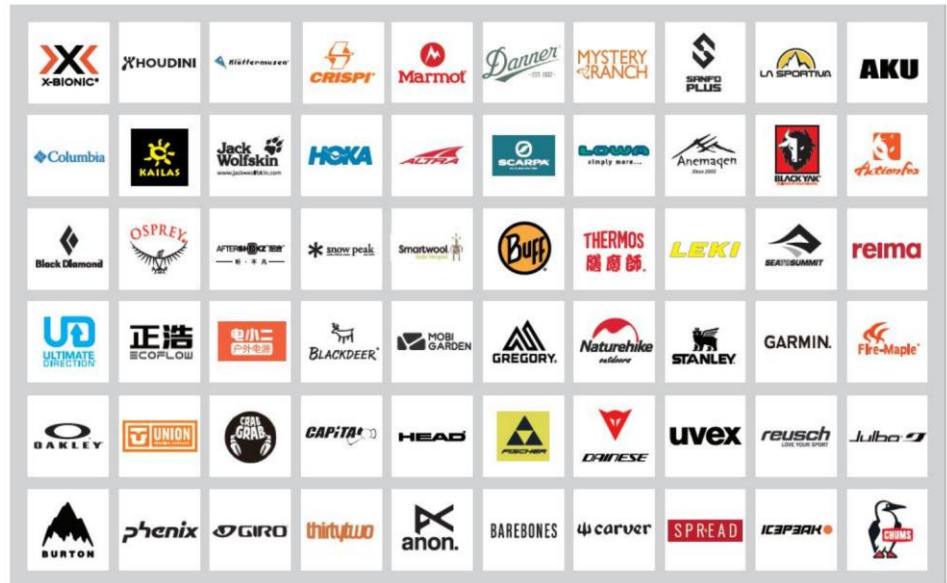
事业部名称	负责人姓名	负责人介绍
X-BIONIC品牌运营事业部	林冬青	林冬青先生毕业于对外经济贸易大学和中欧国际商学院，具有多年户外运动产品研发和品牌运营经验，在研发领域积累了丰富的经验，与GORE-TEX、Schoeller、Polartec、Pertex、Primaloft、Allied等国际高端功能面料公司建立了多年的合作关系，为品牌的研发和运营打下了坚实的基础。
HOUDINI+CRISPI品牌运营事业部	贾丽玲	贾丽玲女士在公司工作已超过20年，对户外行业和公司的运营模式有着深刻的理解。自其接手HOUDINI和CRISPI两个品牌以来，品牌的发展速度迅猛。
LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER品牌运营事业部	孙雷	孙雷先生是公司董事、副总经理，原为公司电商渠道负责人，MYSTERY RANCH、LA SPORTIVA、DANNER三个品牌的销售渠道也主要集中在线上平台。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

户外服务方面，公司以赛事为引擎，致力于打造以经营用户为核心的户外生态平台。公司目前已成为国内规模较大、技术实力较强的专业赛事运营机构，业务能力从组织策划、路线勘测到保障实施均处于国内领先水平；赛事类型覆盖日常训练、入门级赛事以及长距离超级赛事，拥有三夫铁人三项赛、崇礼168等多项具有国际品牌影响力的赛事，在赛事举办方面得到了会员、参赛者和户外运动爱好者的充分

认可，会员具有稳定性强、忠诚度高等特点。

图1：公司具有多品牌、全品类的产品结构



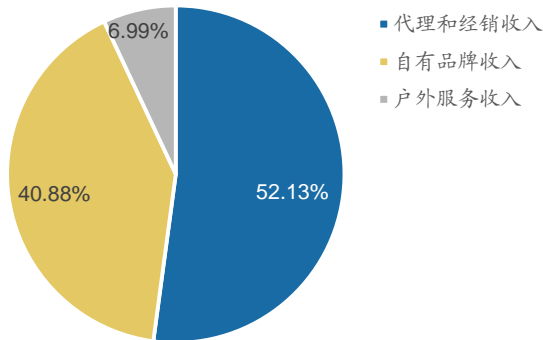
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）业务概况：代理和经销业务稳健发展，品牌转型重塑增长逻辑

三夫户外各业务稳健发展，构建完善的户外生态体系。专注于户外产品研发、户外品牌运营、户外用品零售、户外赛事活动组织及青少年户外教育服务，围绕X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI等品牌，以“直营+经销”、“线上+线下”、“单品+多品”构建销售渠道体系，形成“品牌+渠道”的主营业务模式，构建覆盖全产业链的户外生态体系。公司秉承为消费者提供全方位产品和服务，鼓励和帮助人们走向户外，运动健康，并全力践行人与自然和谐相处的生活理念。

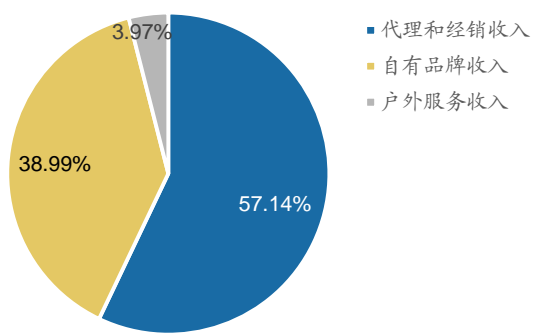
按照收入划分，公司有三大主营业务，分别为代理和经销业务、自有品牌业务、户外服务业务。2024年公司总营收8.00亿元，同比下降5.45%；2025年上半年公司总营收3.78亿元，同比增长15.10%。分业务看，2024年，代理和经销业务收入为4.17亿元，占总营收比重为52.13%；自有品牌业务收入为3.27亿元，占总营收比重为40.88%；户外服务业务收入为0.56亿元，占总营收比重为6.99%。2025年上半年，代理和经销业务收入为2.16亿元，占总营收比重为57.14%；自有品牌业务收入为1.47亿元，占总营收比重为38.89%；户外服务业务收入为0.15亿元，占总营收比重为3.97%。

图2：2024年分业务收入占总营收比重（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2025年上半年分业务收入占总营收比重（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.代理和经销业务

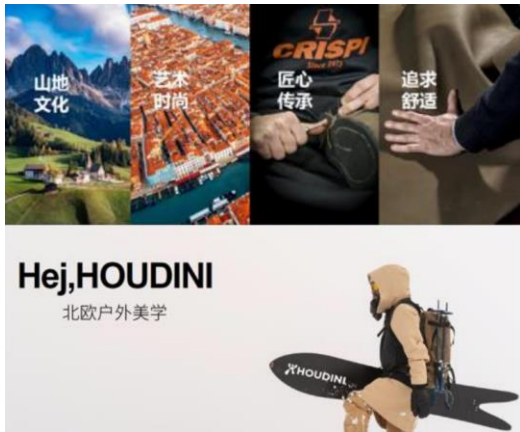
公司的代理和经销业务围绕“多品牌、多品类、全渠道”的专业户外用品经营模式展开，注重与核心品牌形成长期战略协作，不断丰富产品矩阵。产品涵盖户外服装、户外鞋袜及户外装备三大核心品类，覆盖徒步、登山、滑雪、露营、越野跑及城市户外等多元场景。公司通过区域授权、产品结构协商及市场推广支持等方式巩固合作基础，同时根据市场趋势引入具有增长潜力的细分品类品牌，加强对滑雪、越野跑、露营等细分市场的产品布局，提升专业品类占比，以满足不同层级户外消费者的多样化需求。公司在全国主要城市布局直营网点及购物中心店铺，同时通过天猫、京东、抖音等线上平台设立官方旗舰店，形成线上线下一体化的零售网络。公司持续推进门店结构优化与形象升级，围绕核心商圈与优质购物中心布局，并通过陈列标准化和品牌专区建设强化终端展示效果与专业形象。

公司经销近300个户外知名品牌，在一二线城市拥有较多户外用品门店。根据公司财报，截至2024年末，公司经销300+户外知名品牌，在北京、上海、南京、杭州、成都、深圳等17个城市拥有46家专业户外用品连锁店。截至2025年上半年，公司经销200+户外知名品牌，专业户外用品连锁店数量保持在46家。

近年来，公司发力独家代理品牌，其对营收贡献逐步显现。根据公司财报，2023年，公司完成收购专注于经销、代理高端登山鞋品牌，拥有意大利手工匠心传承鞋品CRISPI中国区独家代理权的上海飞蛙商贸有限公司100%股权项目；同年，公司获得北欧户外美学代表品牌HOUDINI中国区独家销售运营代理权。2024年，CRISPI品牌收入0.93亿元，占公司总营收的11.63%；HOUDINI品牌收入0.64亿元，占公司总营收的8.00%；其他独家代理品牌包括专业户外鞋品牌 LA SPORTIVA、战术背包品牌MYSTERY RANCH、经典工装鞋靴品牌DANNER，三个品牌合计收入1.21亿元，同比增长23.93%。公司代理和经销业务在优化品牌结构、强化渠道管理、提升运营效率和推进数字化升级等方面持续深化，在专业户外

市场中维持较强的渠道与品牌运营能力。该业务在保持稳定规模的同时，逐步向精细化、专业化方向升级，通过强化品牌结构管理、提升终端标准化水平以及深化数字化运营，增强对市场变化的适应能力。

图4：独家代理品牌CRISPI、HOUDINI



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：独家代理品牌LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：三夫户外门店形象



数据来源：三夫户外公众号，广发证券发展研究中心

2.自有品牌业务

公司坚定向户外品牌运营战略转型，收购瑞士功能运动品牌“X-BIONIC”和“X-SOCKS”深化布局自有品牌业务。据公司财报，公司针对中国户外细分市场，多年来先后推出ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO、SANFO PLUS等多个自有品牌。2019年，安踏完成对AMER Sports的收购后，始祖鸟品牌的奥莱和线上销售

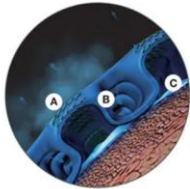
权限被收回，公司代理和经销收入受到负面影响，对于公司来说是一个重要转折点，自此公司意识到建设自有品牌建设的重要性，之后与瑞士知名功能运动品牌X-BIONIC达成合作意向。同时，考虑到原2017年定增项目户外营地建设周期长、大面积旗舰店开店成本高等因素后，2020年，将其变更为X-BIONIC品牌IP资产的收购。2021年，公司完成了收购瑞士功能运动品牌“X-BIONIC”、“X-SOCKS”两个核心商标及34个相关商标和25项专利、4项专有技术等IP中国区所有权项目，成为“X-BIONIC”、“X-SOCKS”品牌商标及相关专利在中国区的所有权人，产品线涵盖了高端运动装备、功能性运动服饰等多个领域。

完成收购后，公司迅速将X品牌打造成自有品牌业务的主力军。收入方面，2024年，公司自有品牌业务收入3.74亿元，占公司营业收入的40.92%，其中X-BIONIC品牌收入2.90亿元，占公司营业收入的36.22%。2025年上半年，公司自有品牌业务收入为1.47亿元，占公司营业收入的38.95%，其中X-BIONIC品牌收入1.40亿元，占公司营业收入的37.08%。门店方面，截至2024年末，X-BIONIC在全国拥有50家店铺，包括14家品牌店、10家滑雪店以及26家品牌专区店。截至2025年上半年，X-BIONIC在全国拥有57家店铺，包括15家品牌店、10家滑雪店以及32家品牌专区店。

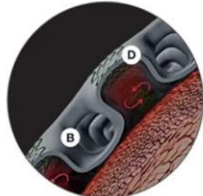
公司通过技术突破、产品创新、全域营销及渠道深化，实现品牌力与商业力的双轮发展。根据X-BIONIC官方公众号，其第一代核心产品聚能加强(ENERGY ACCUMULATOR)推出携带3D BIONICSPHERE球体功能板控温系统，解决了在运动出汗时排汗降温同时在低温环境下高度保暖的难题。其他技术如间歇压缩科技(PARTIALKOMPRESSION)使得压缩衣兼具良好排汗降温和不影响血液循环的功能，纳米技术 SKIN NODOR 纱线大大降低了运动出汗后衣服异味，视网膜高清一体织技术(RETINA)实现了X-BIONIC服装不同部位不同功能和不同织造方法的精细要求。近年来，公司持续进行X-BIONIC创新研发实验室的升级，聚焦科技材料创新开发、核心工艺创新等功能性前沿科技，不断探索户外运动装备领域的前沿技术，推出了X-BIONIC HERMIT LT 隐者轻量冲锋衣等户外高性能新品。渠道方面，根据公司财报，截至2025年6月底，X-BIONIC在全国拥有57家店铺，分布于15个省，22个城市，其中，X-BIONIC品牌店共15家、滑雪店共10家、品牌专区店共32家，形成“旗舰+专业+经销”三维立体的渠道梯度。

图7: 3D BIONICSPHERE球体功能板控温系统

XBIONIC
搭载热能虹吸技术的
3D BIONIC
球体功能板控温系统



运动状态:
当你出汗时, 它会提供排汗降温功能



恢复状态:
当你处于寒冷状态时
它会提供高度保暖

数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

图8: X-BIONIC HERMIT LT 隐者轻量冲锋衣



数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

3. 户外服务业务

公司通过户外活动服务运营, 将赛事、活动与代理和经销、品牌运营之间形成协同效应。三夫户外的户外服务业务起源于公司早期户外俱乐部运营实践, 逐步发展为涵盖越野跑赛事组织、青少年户外教育、亲子户外乐园及营地运营等在内的综合性户外服务板块。公司围绕“户外运动+体验服务”构建业务体系, 具备从赛事策划、路线设计、报批协调、市场推广到现场执行的全流程组织能力, 能够独立完成大型户外赛事及系列活动的落地实施。

在赛事领域, 公司持续打造具有市场影响力的品牌赛事。公司打造的“崇礼168超级越野赛”已形成较高行业知名度, 赛事规模和参赛人数持续扩大, 吸引了国内外众多专业选手和大众跑者参与。2024年崇礼168赛事报名参赛选手共计10336名, 赛期形成了超过3亿次的传播流量; 2025年参赛人数为11117人, 赛期形成了超过5亿次的传播流量, 选手来自22个国家和地区, 赛事规模已成为亚洲单场次规模最大的越野赛。

公司坚持“赛事IP化、运营专业化、商业多元化”的方向, 一方面通过打造自主赛事IP增强品牌资产积累, 另一方面通过赞助合作、装备销售联动及品牌展示等方式实现商业变现。2025年崇礼168超级越野赛的赛事期间举办的户外运动博览会吸引了近百个品牌参与, 展位数达到133个, 同比增长74%。围绕赛事流量, 公司建立线上报名系统和社群互动机制, 通过数字化工具实现参赛者数据沉淀与会员转化, 提升用户复购率与品牌忠诚度。赛事现场及活动场景成为产品推广的重要窗口, 同时通过赛事带动会员增长和社群活跃度, 增强品牌黏性和影响力。

图9：2025崇礼168超级越野赛



数据来源：三夫赛事公众号，广发证券发展研究中心

（三）发展历程：2015年后优化品牌结构，由渠道商向品牌运营商转型

三夫户外的发展历程可划分为以下四个主要阶段：

1.创业探索期（1997-2004）：从单店到区域连锁。公司创始人张恒先生在1997年自西部旅行归来后，敏锐洞察中国户外运动刚刚起步的市场机遇，于1997年9月在北京大学东门外开设了首家面积仅30平米的小店，标志着三夫户外的诞生。1998年3月，公司正式注册为“北京三夫旅游制品中心”，并且组织第一次户外活动司马台长城野营。随着户外运动在中国的萌芽和消费意识的觉醒，公司逐步拓展销售网络，并在1999年开通网站（www.sanfo.com.cn），实现线上线下联动。同年，公司正式注册成立和运营三夫户外俱乐部，组织户外活动以增强用户粘性，形成品牌社区文化，并初步建立会员机制，为后续用户生态运营打下基础。公司确立了连锁发展战略，在北京及周边城市布局直营与加盟门店，实现了从个体户向区域连锁企业的转型。根据公司招股书，2003年，公司与始祖鸟建立代理销售合作关系，2004年与The North Face建立代理销售合作关系。

2.全国扩张期（2005-2014）：多品牌代理与全国布局。2005年后，伴随国内居民收入水平提升及户外运动逐渐普及，中国户外用品市场进入较快增长阶段。公司开始实施全国布局战略，通过“直营+加盟”模式在多个城市开设门店，门店网络逐步覆盖北京、上海、广州、南京、成都等城市。这一阶段，公司经营模式从单一零售向多品牌代理与渠道分销转变。这一阶段，公司持续强化多品牌代理能力，先后引进并运营大量国际专业户外品牌，产品覆盖登山、滑雪、徒步、露营、自驾等多个细分领域，成为国内具有代表性的专业户外多品牌集合零售商之一，代理及经销品牌数量近300个，品牌结构涵盖高端技术型与大众功能型产品，满足不同消费层级需求。公司在这一阶段进一步强化线上渠道建设，入驻天猫、京东等主流电商平台。

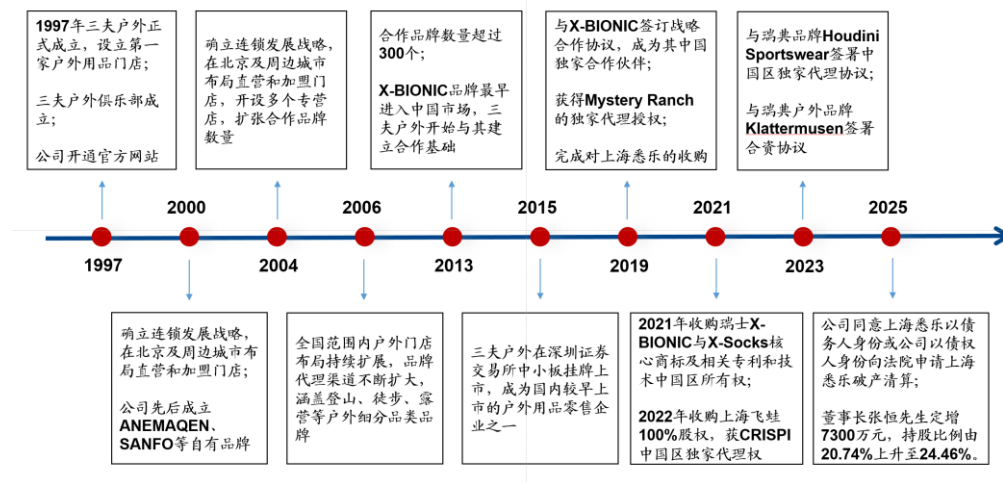
台，实现线上线下融合发展，同时加强后台供应链管理和库存管理能力建设，逐步形成较为成熟的选品机制与采购体系。根据公司招股书，在上市前，公司已与始祖鸟、The North Face、Patagonia等户外品牌合作时间长达10年以上，并且公司为始祖鸟曾为中国的第一大经销商，以及The North Face在中国的前十大经销商。

3.资本化升级期（2015–2019）：结构优化与品牌深化并行。2015年12月，三夫户外在深圳证券交易所中小企业板挂牌上市，成为国内较早登陆A股市场的户外用品零售企业之一。公司作为国内规模较大的全国布点的专业户外用品直营连锁零售商之一，在专业户外运动用品连锁零售领域处于领先地位。根据公司招股书引用的中国纺织品商业协会户外用品分会（COCA）数据显示，2014年全行业中专业户外店的总销售额为37.4亿元，其中三夫户外作为门店数量较多的专业零售商，其2014年的总销售额为2.92亿元，约占专业户外店总销售额的7.81%。根据公司招股书，截至2015年11月30日，公司共有37家门店。从采购比重看，2015年上半年前五大家供应商分别为亚玛芬体育（旗下始祖鸟）、威富服饰（旗下THE NORTH FACE）、南京边城（旗下NORTHLAND、LOWA、LEKI）、上海飞蛙（CRISPI、AKU、PETZL）、玛雅旅游用品（KAILAS），采购额占比分别为31.14%、10.93%、5.33%、4.25%、3.48%。根据Wind，公司2015年营业收入3.28亿元，同比增长12.37%；净利润0.31亿元，同比增长10.60%。公司在巩固发展原有代理和经销主业基础上，开始探索更具战略深度的品牌合作模式。2018年，公司成为多个知名国际户外品牌的中国区总代理，包括瑞士运动功能品牌X-BIONIC，意大利运动安全防护品牌DAINESE，法国百年运动品牌JULBO，瑞典时尚户外服装品牌KLATTERMUSEN，瑞典运动护具品牌POC，德国专业手套REUSCH等。2019年，公司已成为X-BIONIC中国区唯一战略合作伙伴，其全部的科技、专利、品牌、产品和其它资源将唯一通过三夫户外落地中国市场，双方将共同设计、研发户外运动用品。渠道层面，公司持续优化门店结构，关闭部分低效门店，提升单店运营效率，加强直营网点体验升级，强化专业零售属性。公司积极布局户外服务，自2018年起先后共计取得上海悉乐77%的股权并成为控股股东。上海悉乐主营业务为亲子户外乐园的运营与管理，设计建设运营“松鼠部落”亲子户外乐园。

4.品牌战略转型期（2020年至今）：由渠道商向品牌运营商转型。2020年以来，国内露营、徒步、越野跑等细分赛道快速发展，户外行业迎来新一轮增长周期。公司在保持传统零售优势的基础上加速转型，从渠道代理商向品牌运营商转型。2021年，公司完成了收购“X-BIONIC”、“X-SOCKS”两个核心商标及34个相关商标和25项专利、4项专有技术等IP中国区所有权项目，成为“X-BIONIC”、“X-SOCKS”品牌商标及相关专利在中国区的所有权人。2022年11月通过收购上海飞蛙商贸有限公司100%股权获得意大利手工匠心传承鞋品CRISPI中国区独家代理权；获得北欧户外美学代表品牌HOUDINI中国区独家销售运营代理权；与Klattermusen（攀山鼠）签订合资协议并于2024年3月完成合资公司相关注册手续。公司持续推进全渠道整合战略，通过直营网点升级、会员数字化管理、电商平台精细化运营等方式提高运营效率。在户外服务领域，公司延伸户外赛事、营地活动、青少年户外教育等服务场景，增强品牌影响力与用户黏性，设计建设运营“松鼠部落亲子户外乐园+

鹰极安全教育培训+SANFO HOOD野奢营地+三夫小勇士”亲子青少年综合素质教育项目等，通过各业务板块融合为消费者提供全方位产品和服务。公司控股上海悉乐后，表示在多方面投入更多资源，支持团队将松鼠部落亲子户外乐园项目IP提升到国际一流水平，建设发展到全国连锁的规模，成为公司新的重要的核心业务之一。但在实际发展中，上海悉乐2022-2024年的实际经营持续亏损，三年累计扣非净利润为-1.06亿元，未达到业绩承诺。2025年10月，公司同意上海悉乐以债务人身份或公司以债权人身份向法院申请上海悉乐破产清算。定增方面，根据公司2025.4.23、2025.11.28、2025.12.08公告，2025年4月公司确认向特定对象发行募集资金总额不超过7300万元，扣除发行费用后，募集资金净额拟全部用于补充流动资金和偿还银行贷款；2025年11月下旬，发行对象张恒先生已将认购资金7300万元全额汇入指定账户；2025年12月，确认董事长张恒先生通过本次定增持股比例由20.74%上升至24.46%。

图10：三夫户外发展历程



数据来源：公司官网、公司财报、公司 2018.12.26、2025.10.29、2025.12.8 公告，广发证券发展研究中心

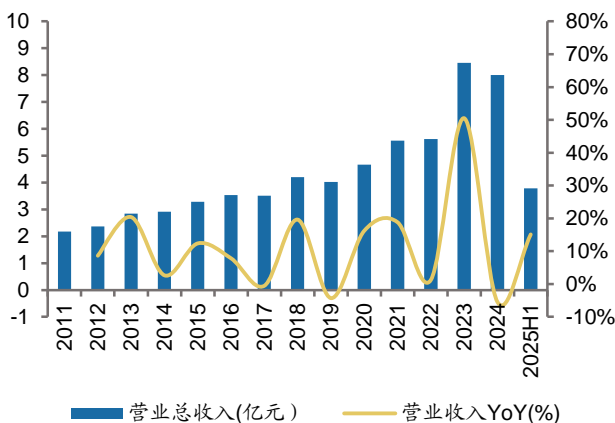
（四）公司财务分析：营收稳健上升，净利润实现扭亏

公司营收持续稳步上升，近年来呈现加速上行趋势。根据Wind，2011-2016年，公司营业收入稳步增长，从2.17亿元增至3.53亿元，复合年均增长率10.23%。此阶段，公司依托专业户外零售经验和早期多品牌代理布局，逐步建立全国门店网络和会员体系，实现收入稳步提升。2016-2021年，公司营业收入持续上升，从3.53亿元增至5.56亿元，复合年均增长率9.51%。此阶段，公司聚焦品牌管理，优化品牌结构，积极拓展线上渠道销售，根据公司财报，2017-2021年线上销售收入占营收比重由20.80%升至31.02%，提升10.22个百分点。2021-2024年，公司收入快速增长，从5.56亿元增至8.00亿元，复合年均增长率12.92%。其中，2020-2021年收入加速上升至5.56亿元和5.62亿元，同比分别增长16.21%和18.83%，主要得益于线上渠道快速发展和X-BIONIC及其他独家代理品牌销售贡献逐步显现，推动整体收入增长。2023年，公司收入快速增长至8.46亿元，同比增长50.51%，显示出自有

品牌及独家代理品牌的放量效应以及门店优化升级和线上销售融合策略取得成效。2024年收入略降至8.00亿元，同比下降5.45%，主要原因系公司部分长期经销合作的重点品牌终止合作，加上Klattermusen(攀山鼠)品牌因成立合资公司不再合并报表，对公司营收带来较大影响。2025年上半年，公司收入达到3.78亿元，同比增长15.10%，延续自有品牌和独家代理品牌带来的收入增长以及渠道优化带来的正向推动。整体来看，三夫户外收入从早期的稳步扩张，到近几年依托自有品牌和独家代理品牌驱动呈现快速增长，盈利能力逐步增强。

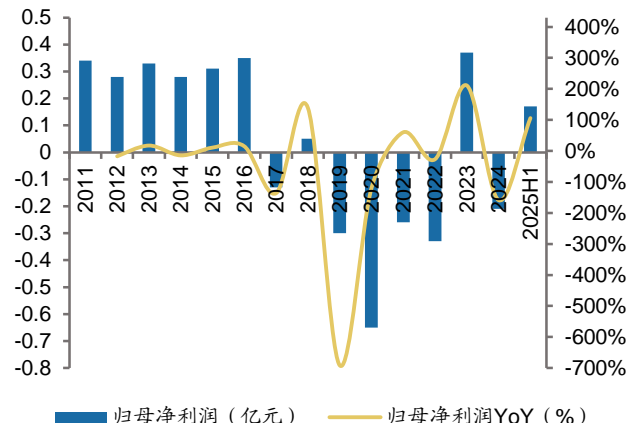
公司归母净利润近年来有所波动，2025年上半年扭亏。根据Wind，2011-2016年，公司归母净利润整体保持平稳，从0.34亿元至0.35亿元，复合年均增长率0.58%。此阶段，公司依托早期多品牌代理布局和专业户外零售经验，逐步完善全国门店网络和会员体系，经营稳健发展。2016-2021年，公司归母净利润经历较大波动，从0.35亿元降至-0.26亿元，主要原因包括核心经销品牌的调整、门店结构优化投入加大以及市场环境的不确定性，以及X-BIONIC等核心品牌仍处于培育阶段，对整体利润贡献有限。2021年-2024年，公司归母净利润略有上升，从-0.26亿元升至-0.21亿元，仍然为负。2023年，公司归母净利润扭亏，2023年达到0.37亿元，同比增长210.91%，主要得益于自有品牌和独家代理品牌的放量效应，X-BIONIC持续高增长以及部分门店优化升级和数字化运营的成效显现。2024年净利润略降至-0.21亿元，同比下降158.83%，主要系部分长期经销品牌终止合作、Klattermusen(攀山鼠)成立合资公司导致不再合并报表以及公司对松鼠部落亲子乐园计提减值准备，均对利润造成影响。2025年上半年，归母净利润扭亏升至0.17亿元，同比增长105.75%，主要系自有品牌和代理品牌收入增长带来的盈利增长。

图11: 营收及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 归母净利润及同比增速



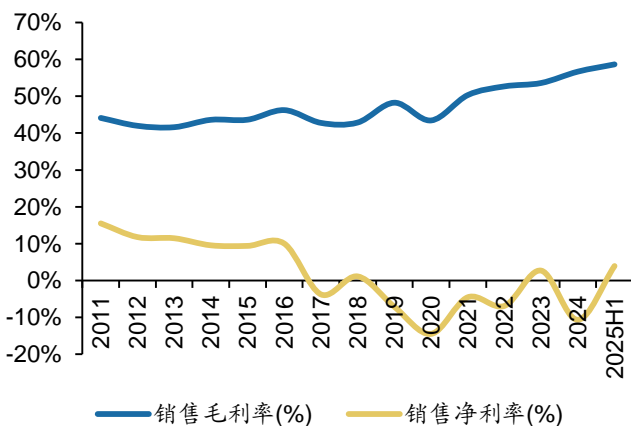
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司毛利率持续改善，净利率波动中或有上行空间。根据Wind，2011-2016年，销售毛利率由44.11%提升至46.23%，提升2.12个百分点，公司在此期间以多品牌代理为核心，稳步经营发展，毛利率保持相对稳健；净利率从15.50%下降至

10.02%，下降5.48个百分点，主要原因为门店扩张和加大宣传投入带来的费用率上升。2016-2021年，毛利率有所波动但整体上行，从46.23%升至50.30%，提升4.03个百分点，主要系毛利率相对更高X-BIONIC和独家代理品牌对收入贡献增加；净利率则经历10.02%至-4.54%的负值区间，下降14.56个百分点，主要受经销品牌调整、新品牌培育期投入等影响。2021-2025H1，公司销售毛利率持续上升，从50.30%增至58.64%，提升8.34个百分点，公司自有品牌和独家代理品牌驱动毛利率上升；净利率从-4.54%升至3.94%，提升8.48个百分点，主要来自销售费用率下降及渠道优化带来盈利能力持续增强。

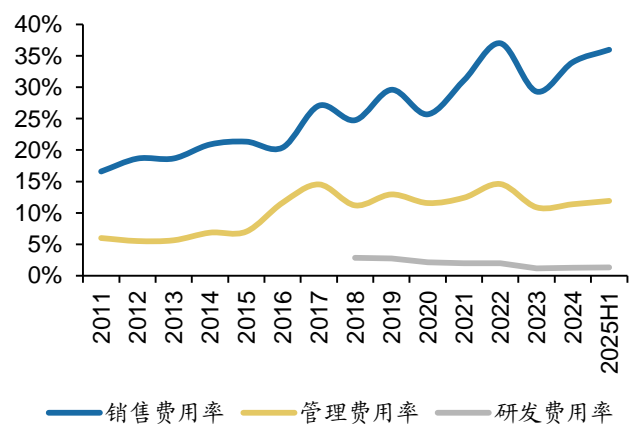
公司销售费用率、管理费用率近年来先升后降，研发费用率相对走缓。根据Wind，销售费用率方面，2011-2016年整体从16.59%上升至20.40%，提升3.81个百分点，主要由于全国门店扩张及营销投入增加；2016-2021年在波动中上行，销售费用率从20.40%升至31.12%，提升10.72个百分点，反映出公司自有品牌和核心独家代理品牌加大营销推广及渠道建设力度；2021-2025上半年，销售费用率由31.12%升至35.98%，上升4.86个百分点，处于较高水平，保持X-BIONIC及其他核心品牌的发展势头。管理费用率方面，2011-2016年整体从5.99%升至11.61%，提升5.62个百分点；2016-2021年从11.61%升至12.41%，提升0.8个百分点；2021-2025H1从12.41%降至11.90%，下降0.51个百分点。管理费用率在经历前期上升后趋于稳定，或显示内部管理体系逐步迈向成熟。研发费用率方面，2018-2021年整体从2.86%降至1.98%，下降0.88个百分点；2021-2025H1从1.98%降至1.32%，下降0.66个百分点。研发费用率相对走缓，但我们认为随着公司加强产品研发和新材料、新科技研发应用，不断夯实X-BIONIC的科技属性定位，研发费用率或有一定上行空间。

图13: 毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 销售、管理、研发费用率 (%)

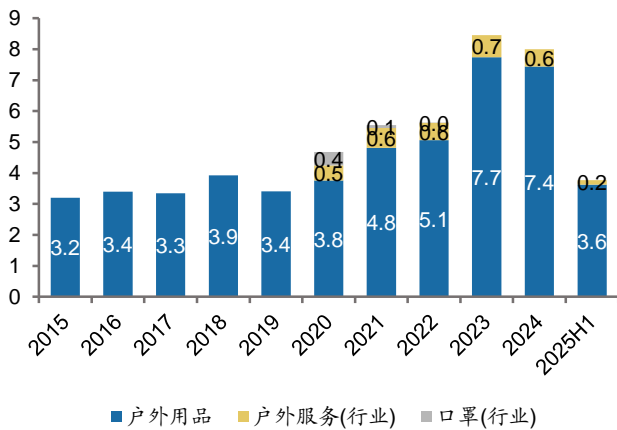


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

业务收入结构方面，从业务收入划分来看，公司收入主要来源于户外用品业务。公司户外用品业务长期占据收入主体地位，对营收增长贡献最大。根据Wind，2015-

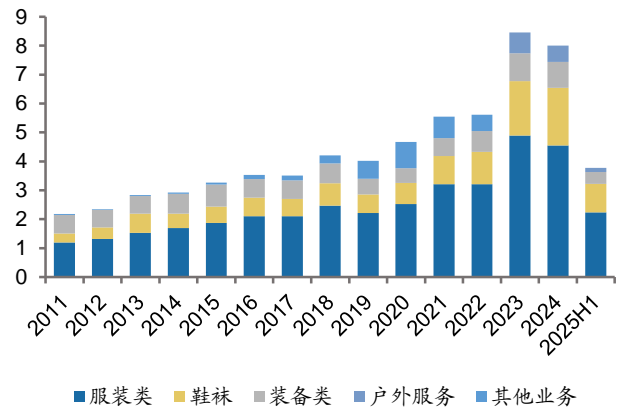
2021年，户外用品收入从3.2亿元升至4.8亿元，复合年均增长率7.00%，主要是公司优化品牌结构、拓展线上渠道销售等。2021-2024年，户外用品收入从4.8亿元升至7.4亿元，复合年均增长率15.50%，主要是自有品牌X-BIONIC以及独家代理品牌收入贡献增加。户外服务收入自2020年起逐步形成规模，2020-2024年，户外服务收入从0.5亿元升至0.6亿元，复合年均增长率4.66%。口罩业务仅在2020-2022年短期存在，规模较小。从产品收入划分来看，公司收入以服装类为核心，服装类始终为最大收入来源。2011-2016年，服装类收入从1.20亿元升至2.10亿元，复合年均增长率11.84%；2016-2021年，服装类收入从2.10亿元升至3.21亿元，复合年均增长率8.86%；2021-2024年，服装类收入从3.21亿元升至4.55亿元，复合年均增长率12.31%，较快增速主要来自于自有品牌X-BIONIC持续放量。鞋袜类近年来增长较快，2011-2016年，鞋袜类收入从0.31亿元升至0.65亿元，复合年均增长率15.97%；2016-2021年，鞋袜类收入从0.65亿元升至0.98亿元，复合年均增长率8.55%；2021-2024年，鞋袜类收入从0.98亿元升至1.99亿元，复合年均增长率26.65%，主要来自于独家代理品牌CRISPI的收入贡献。

图15: 公司收入构成(按业务划分, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

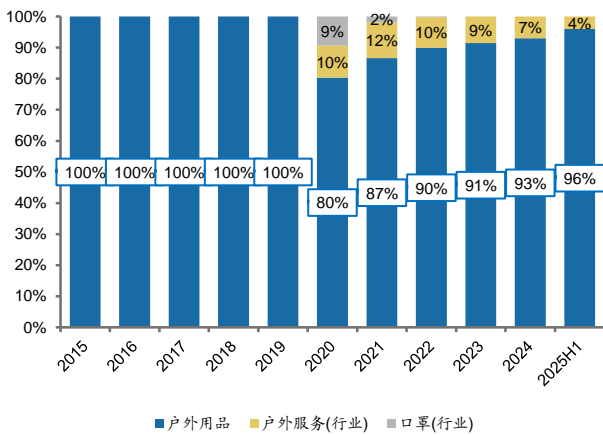
图16: 公司收入构成(按产品划分, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

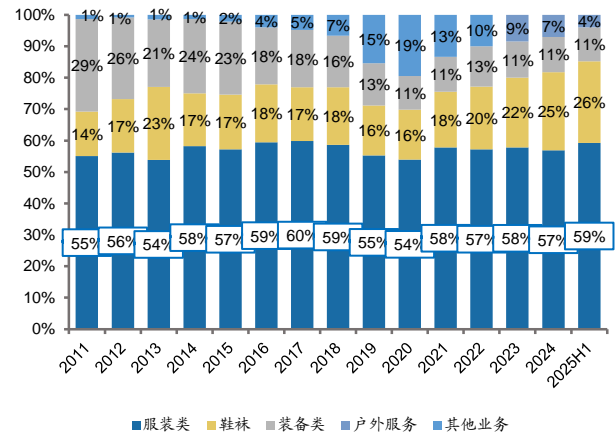
业务收入占比方面，户外用品为绝对核心，服装类仍占据优势地位。根据Wind，2015-2021年，户外用品收入占比从100%降至80%，主要是公司发展户外服务业务及口罩业务的收入影响，以及公司收购上海悉乐并表和拓展赛事和露营等活动的收入影响；2021-2025H1，户外用品收入占比从80%升至96%，主要原因是近年来公司独家代理品牌和自有品牌收入快速增长，同时户外服务增速放缓，使得户外用品收入占比不断上升。按产品划分来看，呈现服装类为主、其他品类多点开花的收入结构。服装类基本保持在55%-60%的区间，2011-2016年，服装类收入占比从55%升至59%；2016-2021年，服装类收入占比从59%降至58%；2021-2025H1，服装类收入占比从58%升至59%。鞋袜类收入呈现上升趋势，2011-2016年，鞋袜类收入占比从14%升至18%；2016-2021年，鞋袜类收入占比为18%不变；2021-2025H1，鞋袜类收入占比从18%升至26%，主要原因为独家代理品牌CRISPI产品以鞋袜为主，其收入快速增长驱动鞋袜类收入占比提升。

图17: 公司收入构成占比 (按业务划分, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 公司收入构成占比 (按产品划分, %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

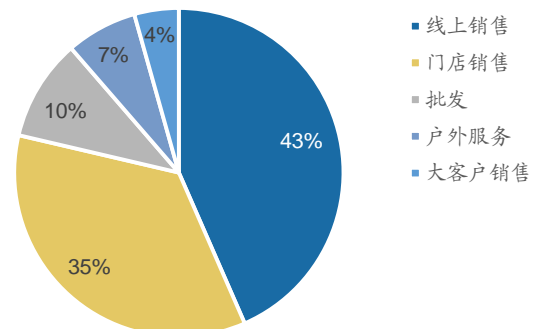
公司线上线下齐发力, 不断完善销售渠道。根据Wind, 公司门店数量平稳增长, 由2011年的31家增长至2024年46家。根据公司财报, 截至2024年末, 公司在北京、上海、南京、杭州、成都、深圳、沈阳、长春、青岛、石家庄、苏州、张家口、大连、吉林、通化、阿勒泰、白山共17个城市, 开设了46家专业户外用品连锁店, 面积合计约2万平米。公司在北京市密云区南山滑雪场、吉林松花湖滑雪场、吉林长白山雪场、张家口市崇礼万龙雪场等滑雪场共开设10间X-BIONIC单品牌户外用品门店。公司精细化运营天猫、京东、抖音等电商平台, 借力抖音和小红书双平台内容生态, 打造“科技种草-场景转化-会员复购”闭环。2024年, 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8.16亿元, 营业收入为3.48亿元, 占公司营收比重为43%, 线上销售成为公司第一大收入渠道。

图19: 公司门店数量 (家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 2024年公司业务收入占比 (按销售模式, %)



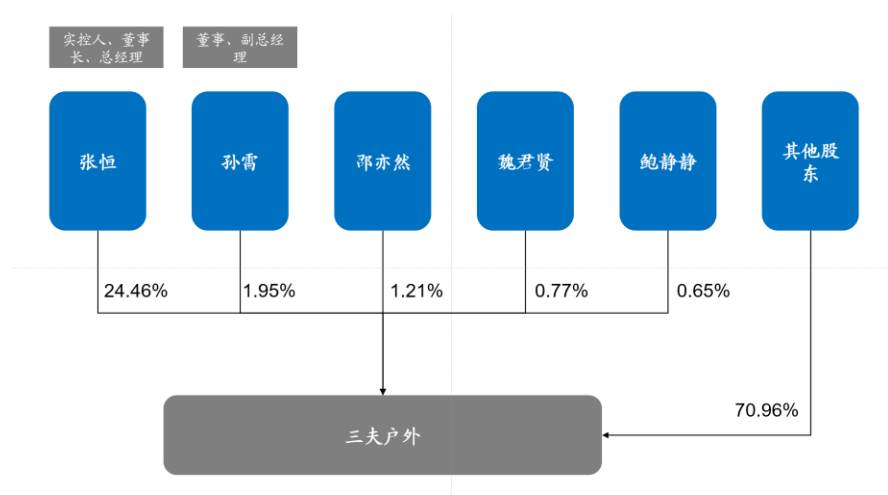
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(五) 公司股权结构：实控人稳定，管理层行业经验丰富

公司股权结构整体较为集中且稳定。公司创始人张恒先生为公司控股股东及实际控制人，2025年12月完成定增后，7300万元定增后，持股24.46%。创始人持股比例长期较为稳定，有利于形成稳定的控制权和清晰的决策机制，增强战略执行的连续性与一致性，有助于更加注重长期价值创造。

公司管理层整体经验丰富且任职稳定。董事长兼总经理张恒先生为公司创始人，自公司成立以来长期执掌管理，深耕户外运动零售行业；多位副总经理和董事在公司长期工作，熟悉公司业务运作和户外行业特点。整体来看，核心管理层在户外及相关领域积累了丰富的经验，任职稳定，为公司战略执行和长期发展提供了有力保障。

图21: 公司股权结构



数据来源：Wind、公司 2025.12.08 《三夫户外关于控股股东增持股份比例超过 1% 的公告》，广发证券发展研究中心

注：统计时间截至 2025 年 12 月

表3: 公司管理层情况

成员	职务	背景及主要工作经历
张恒	董事长，董事，总经理	男，1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京大学，本科。三夫户外创始人，现任北京三夫户外用品股份有限公司董事长兼总经理。
孙雷	董事，副总经理	男，1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，对外经贸大学 EMBA 在读。公司早期创投股东之一，现任北京巢山资本投资管理有限公司合伙人，北京三夫户外用品股份有限公司董事，副总经理。
邹曦	董事	男，1987 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西安交通大学，硕士。历任中国航空工业集团有限公司航空综合技术研究所项目经理，北京北咨投资基金管理有限公司高级投资经理，北京金融街资本运营集团有限公司基金二部投资副总监；现任北京熙诚金睿股权投资基金管理有限公司投资二部总监。

李继娟	职工董事	女，1970年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，硕士。国际注册内审师、高级审计师、企业风险管理师、北京市评标专家。历任北京金兆宏业投资有限公司财务部监察经理、北京兆讯传媒股份有限公司财务经理、北京三夫户外用品股份有限公司监事会主席，现任公司职工董事、合规部总监。
钟节平	独立董事	男，1977年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国政法大学，硕士。历任北京市雷杰律师事务所律师，北京市竞天公诚律师事务所律师，合伙人，现运动·快乐·梦想任北京市康达律师事务所合伙人。2015年12月取得独立董事任职资格。
何枫	独立董事	男，1975年出生，中国国籍，无境外永久居留权，西安交通大学管理学博士，日本早稻田大学商学博士后。历任北京科技大学经济管理学院院长助理兼EMBA中心主任，副院长，北京大学光华管理学院院长助理（挂职），现任北京科技大学经济管理学院教授，博士生导师。
朱冰	独立董事	女，1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国人民大学，博士。历任中央财经大学会计学院讲师，现任中央财经大学会计学院副教授、观典防务技术股份有限公司独立董事、北京三凌海纳科技股份有限公司独立董事。2023年7月取得独立董事任职资格。
章超慧	副总经理	女，1972年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于青海师范专科学校，英语教育专业，专科。现任北京三夫户外用品股份有限公司副总经理，北京三夫户外运动管理有限公司总经理，北京三夫梦想国际旅行社有限公司总经理。
贾丽玲	副总经理	女，1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，采购与供应管理专业，本科。历任北京三夫户外用品股份有限公司销售员，采购专员，采购主管，产品经理，产品总监，现任北京三夫户外用品股份有限公司副总经理。
张彦	副总经理	男，1981年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，采购与供应管理专业，本科。历任上海三夫户外用品有限公司分公司经理，北京旅行鼠户外用品有限公司销售经理，北京三夫户外用品股份有限公司采购经理，大客户部总监，现任北京三夫户外用品股份有限公司副总经理。
罗向杰	财务总监	男，1975年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州航空工业管理学院，外贸会计专业，本科，注册会计师。历任北京纳米维景科技有限公司财务总监；方正医药研究院有限公司财务总监；北京北医医药有限公司财务部总经理。现任北京三夫户外用品股份有限公司财务总监。
秦亚敏	董事会秘书	女，1982年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京工业大学，国际经济与贸易专业，本科，经济学学士，中级会计师，持有深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。曾任依恋时装（上海）有限公司资金会计，历任北京三夫户外用品股份有限公司财务部预算专员，会计，核算主管，证券部经理，现任北京三夫户外用品股份有限公司董事会秘书。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

员工持股激励计划激励员工发展。根据公司2016.1.28《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，2016年1月，公司实施股权激励计划，激励人数61人，激励对象包括董事等高级管理人员和中级管理人员及核心业务（技术）人员，深度绑定核心员工利益，最大限度地调动生产积极性。

表 4: 公司股权激励计划情况

日期	授予价格	激励人数	股票数量	业绩考核目标
2016.1	31.48 元/股	61	52.999 万股	业绩考核以扣非归母净利润为依据，且锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。个人解锁比例依据年度考核结果确定，未达标部分由公司回购注销。

数据来源：公司 2016.1.28《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，广发证券发展研究中心

表 5: 公司股权激励计划授予对象

姓名	职务	授予的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
张恒	董事长、总经理	39300	7.415%	0.059%
王剑	董事、副总经理	14190	2.677%	0.021%
周春红	副总经理、财务总监、 董事会秘书	26500	5.000%	0.040%
赵栋伟	副总经理	9130	1.723%	0.014%
	中层管理人员、核心业务（技术） 人员（57 人）	440870	83.185%	0.658%
	合计（61 人）	529990	100.000%	0.791%

数据来源：公司 2016.1.28《关于向激励对象授予限制性股票的公告》，广发证券发展研究中心

（六）公司大股东定增彰显出对公司的发展信心

根据公司 2025.12.08《三夫户外关于控股股东增持股份比例超过1%的公告》，董事长张恒先生认购发行股份，募集资金总额为7300万元。随着此次定增完成，张恒先生个人持股比例由20.74%升至24.46%，较发行前提升3.72个百分点。募集资金在扣除发行费用后的募集资金净额，拟全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。

创始人张恒先生参与定增体现对公司未来发展长期看好的信号。张恒先生持股比例提升后，大股东控制权更加稳固，有利于战略推进的稳定性和执行力进一步增强，也有利于减少控制权分散带来的不确定性，同时也有助于优化公司资本结构，为业务扩张、项目投入或产业升级提供资金支持，强化公司长期发展基础。

表6: 公司向特定对象发行A股股票募集

公告日期	发行方式	发行对象	认购方式	发行数量	发行价格	募集资金金额及投向
2024.9.26	向特定对象发行A股股票	公司控股股东、实际控制人张恒	现金认购	不超过7,774,227股 (含本数)	9.39元/股	本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过7,300.00万元(含本数), 募集资金在扣除发行费用后的募集资金净额, 拟全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。

数据来源: 公司 2025.12.08 《三夫户外关于控股股东增持股份比例超过1%的公告》, 广发证券发展研究中心

二、户外运动鞋服行业: 户外运动如火如荼, 行业发展空间广阔

(一) 市场空间: 户外运动人数持续攀升, 户外鞋服市场规模双位数增长

我国户外用品根据功能属性和使用场景可分为六大类。服装类主要包括为户外运动专门设计制作的衣、裤、袜等穿着类产品, 强调防护性与功能性; 鞋类包括登山鞋、徒步鞋、高山靴等与地面直接接触的专业鞋履。背包类产品用于容纳和携带装备, 如登山包、旅行包等; 装备类以露营类产品为主, 包括帐篷、睡袋、衬垫等可折叠防护用品。配件类涵盖登山杖、头盔、绳索、炉具等辅助器具。器材类包括自行车、船舶、滑翔伞等大型机械设备。

表7: 我国户外用品分类

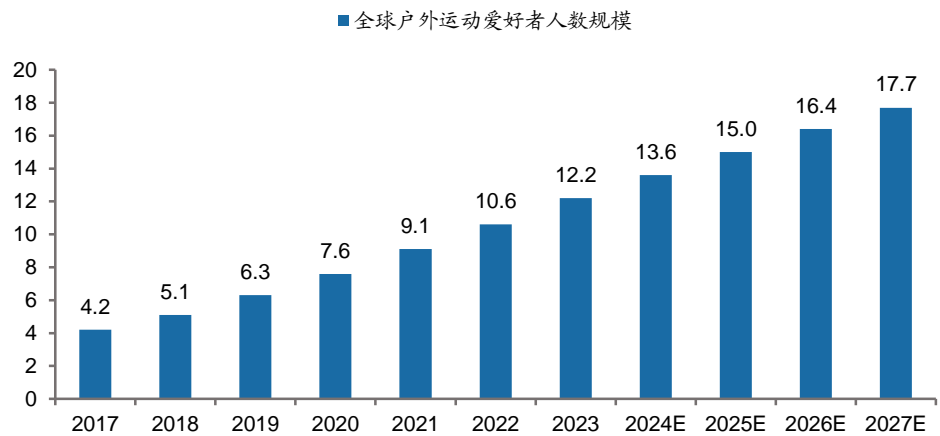
类别	定义	产品
服装类	为户外运动专门制作的穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品	衣、裤、袜等
鞋类	为户外运动专门制作的穿着于脚上直接与地面接触的产品	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
背包类	为户外运动专门制作的用于容纳物品的单体独立的包囊类产品	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
装备类	为户外运动专门制作的在露营时提供保护的可折叠的产品	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等
配件类	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件	岩点、冰锥、眼镜、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、锁具、登山杖、头盔、冰爪、安全带等
器材类	为户外运动专门制作的大型机械性器具	自行车、船舶、滑翔伞等

数据来源: 观研天下, 广发证券发展研究中心

近年来, 全球户外运动爱好者人数规模呈现出持续稳步上升趋势, 增长节奏较为均衡。根据Frost & Sullivan, 全球户外运动爱好者人数2017-2023年年复合增长率达

19.4%。随着各国政府越来越重视国民健康政策和教育，预测全球户外运动爱好者人数将持续增长，到2027年，预测人数将达到17.7亿人。全球健康意识提升、城市化进程加快以及轻户外、短途旅行等消费形态兴起，推动户外运动由专业小众向大众生活方式转变；同时户外运动门槛逐步降低、装备功能性提升以及社交媒体传播加速等方面的发展也进一步扩大了参与人群基础，全球户外运动市场仍具备较为广阔的发展空间。

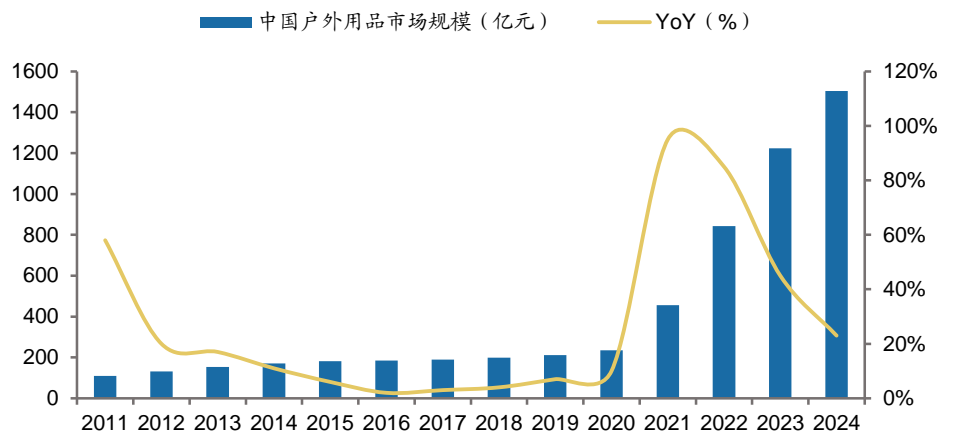
图22: 全球户外运动爱好者人数规模 (亿人)



数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

中国户外用品市场规模整体呈现持续扩张态势，近年来规模迅速攀升增长加快。根据中国体育用品业联合会，2011-2020年市场规模由110亿元增长至234亿元，稳步上行。近几年，在居民健康意识提升、露营及轻户外生活方式兴起以及消费升级推动下，中国户外用品市场在近几年呈现出快速放量特征，2021年市场规模跃升至456亿元，同比增长95%，2022年进一步扩大至843亿元，同比增长85%。2023年市场规模达到1223亿元，2024年继续增长至1504亿元，虽同比增速回落至23%，但整体体量已较2020年前实现跨越式提升，且预计未来仍具较大提升空间。

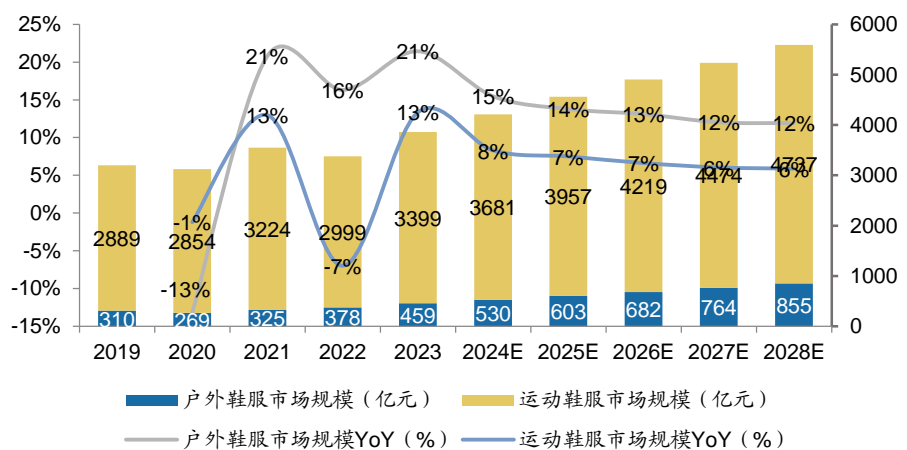
图23: 中国户外用品市场规模 (亿元)



数据来源: 中国体育用品业联合会, 广发证券发展研究中心

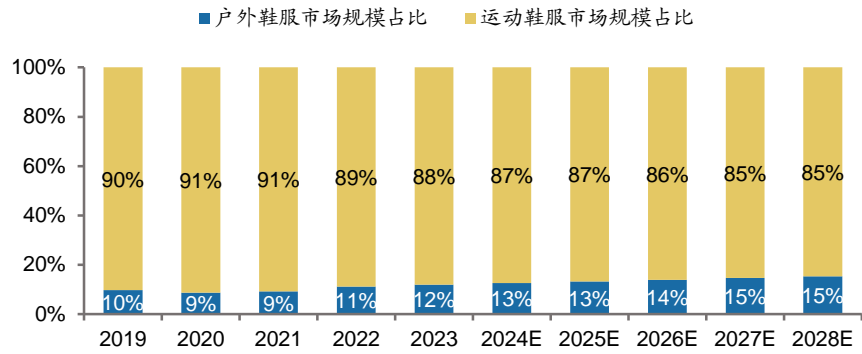
中国运动鞋服与户外鞋服市场规模整体保持稳健扩容, 户外鞋服规模增速持续高于运动鞋服, 户外鞋服规模占比不断上升。根据科尔尼管理咨询, 运动及户外鞋服市场规模持续上行, 且未来有望延续上升趋势, 预测运动鞋服市场2028年有望达到4737亿元, 预测户外鞋服市场2028年有望提升至855亿元。从增速表现看, 近年来户外鞋服市场呈现较高增速, 2021年以来均保持双位数增速, 明显高于运动鞋服增速, 显示出户外鞋服赛道强大的增长生命力。近年来, 户外鞋服规模占比不断提升, 结构性份额不断扩大, 预计2028年有望达到15%。未来, 在健康意识强化、户外运动参与人数持续增长以及细分场景不断拓展的背景下, 户外鞋服仍有望维持高于行业平均的增速, 成为运动市场中的重要增长引擎, 并成为行业结构升级的重点方向。

图24: 中国运动鞋服及户外鞋服市场规模 (亿元)



数据来源: 科尔尼管理咨询, 广发证券发展研究中心

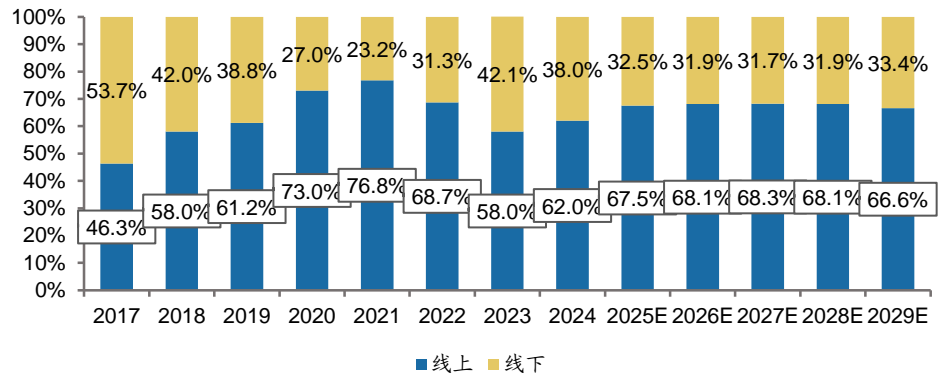
图25: 中国户外鞋服和运动鞋服市场规模占比 (%)



数据来源: 科尔尼管理咨询, 广发证券发展研究中心

从销售渠道来看, 中国户外用品线上销售已是主流, 且预计未来几年线上将持续拥有更高销售占比。据《2024全球户外用品行业市场洞察报告》, 2024年中国户外用品线上销售占比62.0%, 线下销售占比38.0%, 线上销售占据更高体量, 且预计未来有望保持线上渠道持续领先的格局。中国拥有全球领先的电子商务和物流基础设施, 像阿里巴巴、京东、淘宝等平台为户外用品销售提供了高效的线上渠道。强大的电商生态系统加速了产品从制造商到消费者的流转速度, 进一步推动了户外用品的消费增长。

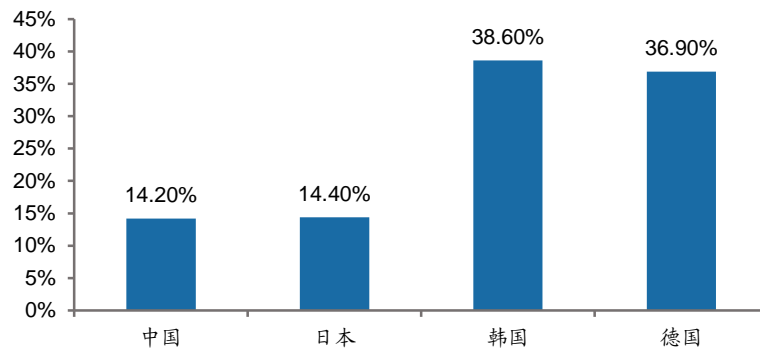
图26: 中国户外用品销售渠道占比 (%)



数据来源: Statista Market Insights, 《2024全球户外用品行业市场洞察报告》, 广发证券发展研究中心

我国户外和运动鞋服渗透率仍有较大发展空间。根据彭博, 2024年我国户外运动鞋服渗透率为14.2%, 相较于日本14.4%、韩国38.6%、德国36.9%仍有较大提升空间。

图27: 中国户外和运动鞋服渗透率对比海外 (%)



注: 渗透率=户外和运动鞋服市场规模/鞋服市场规模

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

(二) 相关政策: 政策不断加码支持, 自上而下推动产业加速发展

国家层面自上而下形成顶层设计引领体育发展, 持续强化对户外运动产业的系统性支持。在战略层面, 将全民健身、扩大内需和服务消费升级统筹谋划, 同时把户外运动纳入体育产业和现代服务业发展的重要方向, 通过完善公共服务体系、优化产业结构、拓展消费场景等举措, 持续释放市场潜力。从供给端来看, 着力加强户外运动场地设施建设, 提升公共体育空间覆盖率和便利性, 不断完善户外运动公共服务体系, 推动体育公园、绿道、登山步道、露营地、水上及冰雪运动设施等基础设施建设, 鼓励自然资源依法有序向户外运动开放, 提升场地供给能力与服务水平。从需求侧来看, 通过丰富赛事活动、打造特色品牌、促进文体旅融合、培育新型消费业态等方式, 激发群众参与热情, 提升体育消费活跃度和规模水平。在产业层面, 强化产业规划引导, 促进户外运动与旅游、文化、康养、装备制造等领域融合发展, 推动赛事体系建设和品牌培育, 提升产业链整体竞争力。

表8: 历年出台的户外运动相关政策

时间	部门	政策	主要内容
2022	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》	《意见》提出要构建多层次多样化的赛事活动体系, 要大力推动户外运动发展, 编制好户外运动产业发展规划, 构建户外运动“三纵四横”的空间布局, 开展自然资源向户外运动开放试点。
2022	国家体育总局、发展和改革委员会、自然资源部等八部门	《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》	《规划》提出到2025年, 户外运动产业高质量发展成效显著, 基本形成供给与需求有效对接、产业与生态协调发展、产品与服务品牌彰显、业态与模式持续创新的发展格局。户外运动场地设施持续增加, 普及程度大幅提升, 参与人数不断增长, 户外运动产业总规模超过3万亿元。
2023	国家体育总局	《关于恢复和扩大体育消费的工作方案》	《方案》指出把恢复和扩大体育消费摆在优先位置, 提出加大优质体育产品和服务供给、丰富体育消费场景、夯实体育消费基础三项主要措施。

2023	国家发展和改革委员会、国家体育总局等部门	《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025年）》	《方案》指出到2025年，户外运动设施建设和服务质量供需有效对接，参与群体更加广泛，赛事活动更加丰富，专业人才队伍持续壮大，安全监管政策体系更加健全，全国范围内形成一批发展基础好、服务保障全、地方特色强、配套产业优的户外运动发展高地，推动户外运动产业总规模达到3万亿元。
2025	国务院办公厅	《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	《意见》从体育赛事活动、服务，户外运动产业，冰雪经济，体育用品等多方面部署扩大体育产品供给，这也是本次《意见》的重点部署方面，20条举措中有5条都与此有关。《意见》明确，到2030年，要培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过7万亿元，在构建新发展格局中发挥重要作用。
2025	商务部等九部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	《措施》提出鼓励引进国外优秀体育赛事，支持地方举办大众体育赛事，打造一批具有较高知名度的精品赛事、职业联赛以及具有自主知识产权的体育竞赛表演品牌。持续开展“跟着赛事去旅行”“体育赛事进景区、进街区、进商圈”“乐享精彩赛事寻味中华美食”等活动，发挥体育赛事和相关活动带动效应。
2025	国家体育总局	《关于建设高质量户外运动目的地的指导意见》	《意见》提出科学布局高质量户外运动目的地、推动优质资源向户外运动开放、完善户外运动场地设施、提升配套服务设施水平、提高高质量户外运动目的地通达性、提高企业服务能力和管理水平、丰富户外运动产品及服务种类、优化参与者的运动体验和消费环境、丰富群众性户外运动活动、发展全国性精品赛事体系、加强赛事活动国际合作、优化赛事活动组织管理等20条具体举措。
2026	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发〈加快培育服务消费新增增长点工作方案〉的通知》	《通知》提出增加优质赛事供给，鼓励引进一批国外优秀体育赛事，支持地方举办群众性体育赛事，打造一批知名精品赛事、职业联赛、体育竞赛表演、青少年体育赛事、老年体育赛事、乡村文体赛事品牌，推动高质量户外运动目的地建设。加快重点赛事市场化、商业化运作，推动赛事消费发展。结合消费新业态新模式新场景培育、高质量户外运动目的地建设等，支持冰雪服务相关消费载体建设，支持符合条件的地方创新打造多元化冰雪消费场景。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

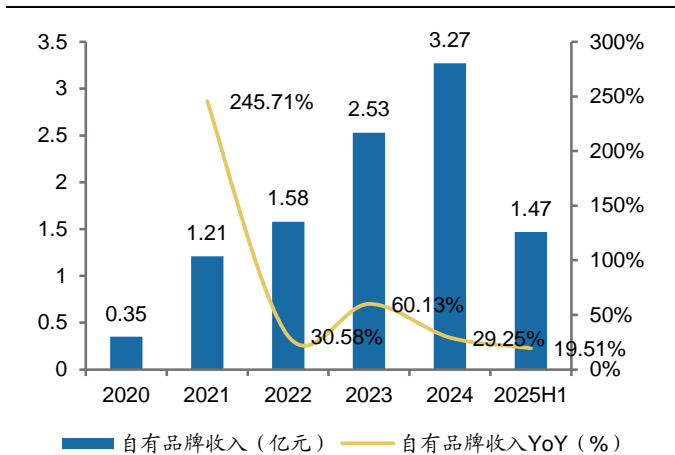
三、未来发展：三大业务构筑公司增长新格局

（一）自有品牌：X-BIONIC 引领的业绩新引擎

公司自有品牌收入持续高速增长，自有品牌占营收比重已提升至40%左右。根据公司财报，截至2025年上半年，公司拥有X-BIONIC、X-SOCKS、SANFO PLUS、山之道、ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO等自有品牌，其中X-BIONIC为自有品牌中的核心。自有品牌收入从2020年的0.35亿元增至2024年的3.27亿元，呈现高速增长

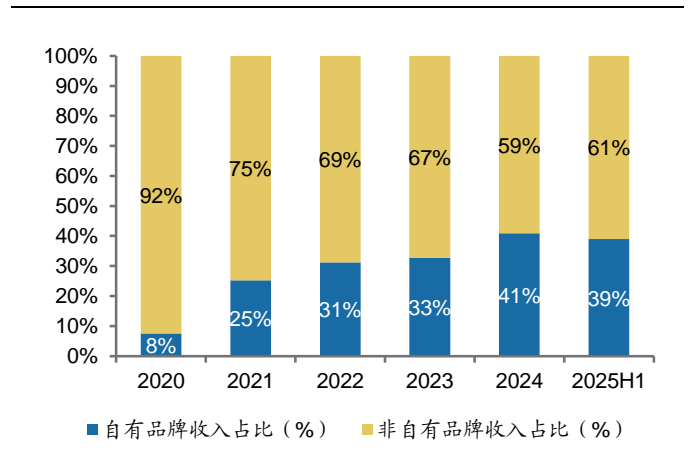
长趋势，复合年均增长率74.8%；2025年上半年自有品牌收入1.47亿元，同比增长19.51%。收入占比方面，自有品牌收入占比由2020年的8%快速提升至2024年的41%；2025年上半年为39%。另一方面，非自有品牌收入占比由2020年的92%下降至2024年的59%。自有品牌在收入结构中的权重显著提升，体现公司由以代理和经销为主向自有品牌为核心的转型持续推进，收入结构优化趋势明显。公司盈利质量与成长弹性同步增强。自有品牌驱动公司毛利率持续上升，2020-2025年上半年，毛利率由43.43%升至58.64%，提升15.21个百分点。

图28: 自有品牌收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

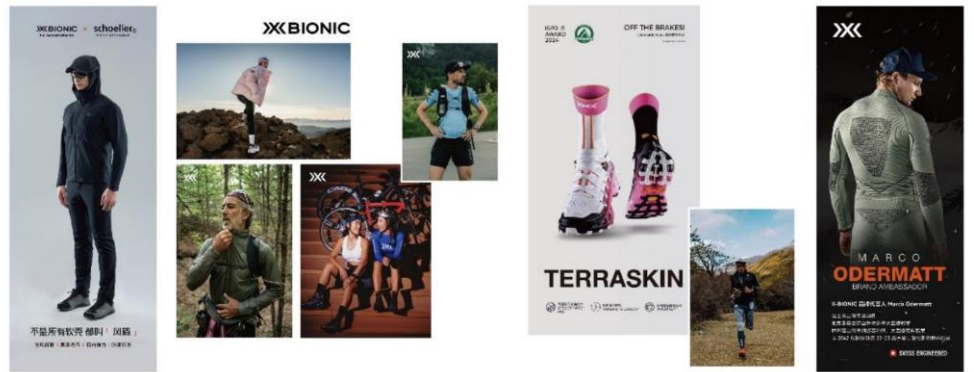
图29: 自有品牌及非自有品牌收入占营收比重 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司以X-BIONIC为核心战略品牌，技术研发驱动打开成长空间。根据公司财报，公司于2021年完成了对瑞士功能运动品牌“X-BIONIC”、“X-SOCKS”两个核心商标及34个相关商标和25项专利、4项专有技术等IP中国区所有权项目的收购，成为“X-BIONIC”、“X-SOCKS”品牌商标及相关专利在中国区的所有权人。品牌延揽资深版师、工艺师与设计师，在面料革新、织造工艺提升等方面持续发力，为 X-BIONIC 储备未来竞争力。供应链端，公司继续严选全球优质材料伙伴，与 GORE-TEX、Schoeller、Polartec、Pertex、Primaloft、Allied Feather and Down 等供应商共建联合创新机制，协同开发多品类户外产品，覆盖一年四季受众需求，推出包括T恤、POLO衫、跑步短裤、通勤风衣、防晒跑步风衣、慢跑裤、马甲、瑜伽服、各类抓绒衣、软壳上衣、软壳裤子、冲锋衣、防雨夹克、各类长、短款羽绒服、羽绒马甲、单板双板滑雪服等丰富完整的四季产品。公司以运营X-BIONIC品牌为核心发展战略，规划2025年集中人力资金，加强产品研发和新材料、新科技研发应用，加强品牌营销及线下线上销售渠道建设，与X-BIONIC瑞士总部成立联合研发设计中心和营销中心，国内国际一体化推动品牌发展。

图30: X-BIONIC户外鞋服



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表9: X-BIONIC全球优质材料供应商情况

材料品牌	国家	材料类型	技术特点
GORE-TEX	美国	防水透气膜材料	采用 expanded PTFE (ePTFE) 微孔膜结构，具有防水、防风和透气性能；膜结构每平方英寸约 90 亿微孔，孔径约为水滴的 1/20000，可阻挡液态水同时允许水蒸气通过
Schoeller	瑞士	功能纺织面料	全球技术纺织品制造商，专注开发高性能、耐用和可持续技术纺织品，广泛应用于户外和运动服装
Polartec	美国	抓绒与功能面料	抓绒 (fleece) 面料技术的开创者，开发多种功能面料体系，用于保暖、透气和湿度管理
Pertex	英国	轻量化高密度织物	以轻量、耐用和高透气性织物著称，常用于羽绒服外层、防风服和轻量化户外装备
PrimaLoft	美国	合成保温材料	超细纤维合成保温材料，最初为军方开发，用于替代羽绒并在潮湿环境中保持保温性能
Allied Feather and Down	美国	羽绒填充材料	全球领先羽绒供应商，提供高蓬松度鹅绒/鸭绒，并建立可追溯羽绒供应体系

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

X-BIONIC产品矩阵完整，价格带覆盖广泛。X-BIONIC产品涵盖从贴身层到中外层，覆盖包括硬壳、软壳、冲锋衣、棉服、羽绒服、夹克、抓绒、长袖、短袖、长裤、短裤等系列，形成较完整的产品矩阵。各系列产品价格带覆盖广泛，满足不同人群、不同场景的穿着需求，其中冬季的羽绒服、滑雪服价格最高可达9800元。

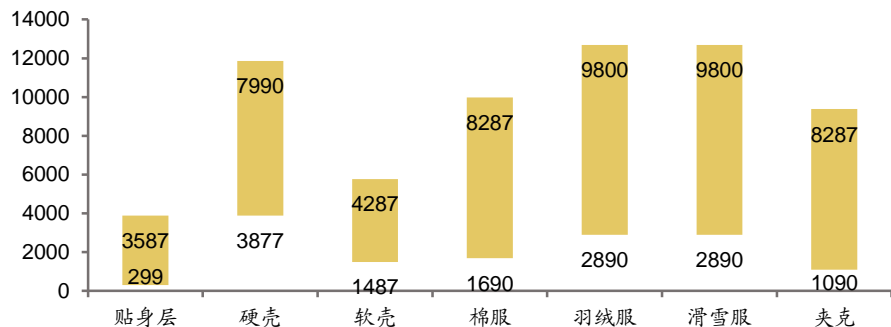
表10: X-BIONIC品牌部分产品价格情况

产品名称	产品价格	产品图片	产品介绍
X-BIONIC 风盾软壳连帽夹克	2826 元		通用型软壳夹克，双层复合防风面料，稳定防风，采用表面拒水处理，坚韧耐磨，应用 POLYGIENE 抗菌科技，全衣采用大身贴合工艺，整体轮廓更加简单干练
X-BIONIC 隐者静音轻量冲锋衣	2687 元		40D 轻量科技面料，具有独特的低噪探索技术，有效降低移动中面料的摩擦声，采用 X-BIONIC 自研 symbiotic 仿生薄膜技术，精工细节
X-BIONIC 律动光韵背带滑雪服	3419 元		3L 结构面料，搭载 Symbiotic 仿生薄膜，提供可靠防水透湿性能，多种天气和季节轻松出行，给体表营造温暖干燥的世界
X-BIONIC 旷野隐者戈尔 3L 硬壳冲锋衣	5580 元		采用专为极端条件和高难度活动打造的 Gore-Tex Pro 技术，3 层面料结构，全压胶工艺处理。持久防风防水、良好透湿，可在山间恶劣天气中提供保护
X-BIONIC 聚能加强 4.0 运动滑雪功能压缩衣	1687 元		采用热能虹吸技术、间歇压缩科技 4.0、抑菌纱线 SKIN NODOR 以及 RETINA 高清一体织纺织科技，全天候巨能增效，适合于高强度滑雪竞赛及气温多变的运动环境
X-BIONIC Terraskin X00/C 越野跑鞋	3126 元		采用帮底双向嵌合技术，帮底互相加固支撑，提供良好稳定性。具有超轻动力探板和独特马蹄形设计。采用专利一体式非对称结构，快速反应，提升动力

注：以上价格截至 2026 年 3 月 19 日

数据来源：X-BIONIC 天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

图31: X-BIONIC畅销产品销售价格带（元）

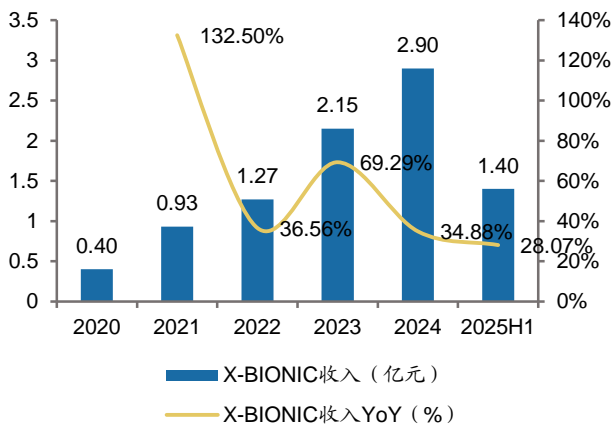


注：以上价格截至 2026 年 3 月 19 日

数据来源：X-BIONIC 天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

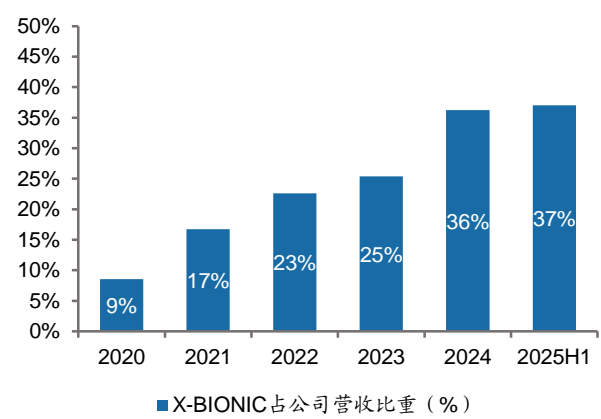
X-BIONIC收入保持快速增长态势，收入占比不断提升，已成为公司最具成长性的核心品牌。根据公司财报，从收入来看，X-BIONIC收入规模由2020年的0.40亿元提升至2024年的2.90亿元；2025年上半年实现收入1.40亿元，同比增长28.07%。从收入增速看，2021—2023年分别实现132.50%、36.56%和69.29%的增长，2024年仍保持34.88%的较快增速，在高基数基础上延续快速增长节奏。X-BIONIC占公司营收比重由2020年的9%快速提升至2024年的36%，2025年上半年进一步升至37%，数年间占比实现跨越式提升，品牌由培育阶段进入规模放量阶段，逐步成长为公司收入与盈利增长的核心驱动力，同时也彰显X-BIONIC在公司整体战略中的核心地位。

图32: X-BIONIC历年收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图33: X-BIONIC占公司营收比重 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司不断扩充自有品牌门店数量，同时发力经销渠道。根据公司财报，公司2024年成功开出X-BIONIC沈阳万象城店、X-BIONIC长春欧亚商场店、X-BIONIC长白山万达雪场店、南京金陵STYLE品牌专区等，基本完成了销售全渠道网络布局规划，贯彻“品牌旗舰店+概念店+专卖店+户外多品店”四级策略，覆盖北京、上海、沈阳、南京、西安等核心城市及滑雪场景，触达高净值客群。2025年1月，总面积1100平方米的X-BIONIC上海旗舰店于南京西路正式启幕。X-BIONIC分别在各线下门店不定期举办产品体验会、专业体能训练营等会员活动，强化品牌与会员之间的互动性，提升会员及消费者体验感。截至2025年6月底，X-BIONIC在全国拥有57家门店，分布于15个省，22个城市，包括北京、上海、深圳、成都、南京、长春、沈阳、哈尔滨等，其中，X-BIONIC品牌店共15家、滑雪店共10家、品牌专区店共32家。经销门店方面，X-BIONIC拥有经销门店4家，经销品牌专区6家。公司2025年门店拓展计划为X-BIONIC自营和经销门店合计增加15-20家。公司不断强化X-BIONIC“科技、高端、专业”标签，提升消费者认知度与情感联结；通过新品发布、新店开业等主题活动，联合专业运动员、运动头部KOL打造“黑科技实测”内容，短视频、博文等相关累计

曝光量破亿，精准触达运动爱好者圈层。

图34: X-BIONIC门店内部



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图35: 三夫户外上海旗舰店



数据来源：X-BIONIC公众号，广发证券发展研究中心

X-BIONIC具备较强技术与功能属性，通过产品创新与专业定位强化高端市场影响力。公司持续进行 X-BIONIC 创新研发实验室的升级，聚焦科技材料创新开发、核心工艺创新等功能性前沿科技，探索户外运动装备领域的前沿技术。2024年推出 Schoeller®风盾软壳核心产品，兼具防风性、保暖性和透气性，适合高海拔徒步及登山场景，内层高密度抓绒形成保暖空气层，低温天气下提供良好的温暖保护，四向弹力面料及立体剪裁设计为徒步、攀登、攀岩等户外运动提供灵活且舒适的穿着体验；2024年新增TERRASKIN 越野跑鞋系列，采用帮底双向嵌合技术，互相加固支撑，带来强稳定性，其独特之处在于碳板形状提供了优秀的支撑性能，使用全碳六层碳纤维，鞋底使用蛛网螺旋缓震技术。X-BIONIC持续推进户外运动与功能商务等多线产品开发，覆盖徒步、滑雪、骑行、跑步等多种运动场景。

图36: X-BIONIC风盾软壳发布会



数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

图37: TERRASKIN 越野跑鞋系列




数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

X-BIONIC具有深厚技术底蕴和持续创新能力。根据公司财报, X-BIONIC将仿生学技术创造性应用于服装领域, 在全球拥有超过800项技术专利, 连续13年获得PlusX 创新技术大奖, 连续16年获得41个德国红点奖, 在恒温系统等核心仿生科技领域名列前茅, 在核心仿生科技领域具有深厚技术积累和持续创新能力。根据X-BIONIC官网, X-BIONIC通过如Air-Conditioning Channel、Wave Compression、Insulating Heatloops等专利技术提升产品对汗液、热量的动态调节能力, 为户外运动者在不同气候环境下提供稳定的体温与舒适度支持, 增强运动表现与穿着体验。技术驱动的功能性服装设计的能力使得X-BIONIC在专业市场中形成了一定的技术优势, 在高端户外服装赛道中具备差异化竞争优势。

表11: X-BIONIC部分核心技术介绍

技术名称	成衣样例	技术概况	常规用途
Air-Conditioning Channel (温度调节通道技术)		通过精心设计的通风通道将装备转变为精准的气候控制系统, 这些通道能持续排出热空气和湿气, 同时将新鲜空气精准地输送到您身体最需要降温的部位	在高强度锻炼时产生的多余湿气时最大程度保持身体凉爽
3D Body Climate (3D 身体气候技术)		创新散热管理系统, 通过智能纱线和结构的整合实现冷却与升温之间的平衡。该系统采用双作用设计, SkinCool®纱线和3D保温层结构的协同作用为人体创造最佳散热平衡效果	实现温度平衡和更好的散热效果
Wave Compression (波浪压缩技术)		在关键肌肉群上设置三个不同的压缩层级, 采用创新的波浪形设计, 使压缩面积增加了多达20%, 同时还能形成气囊以实现体温调节	增强耐力、减少乳酸积聚、加快反应速度以及促进比赛当天的恢复

Insulating Heatloops (热回路隔离技术)		布置的散热通道能够捕获人体热量并将其引导至关键的保暖区域，实现有针对性的隔热效果，同时又不会增加体积或重量，其环形设计确保了持续的热循环，同时保持了织物的柔韧性	提供稳定的温暖，能够根据运动模式和寒冷天气活动中的保暖需求进行调整。
Power-Lite Carbon (轻碳技术)		一种开创性的碳纤维集成技术被融入到高性能 EVA 鞋底中，其独特的不对称结构能够有效储存和释放能量	为追求极致能量回馈和反应灵敏度的资深越野跑者设计，适用于需要长时间高强度运动的情况
Suppronation®-Bandage (Suppronation®绷带技术)		整合了有针对性的支持组件，能够防止有害的过度内旋，同时保持脚部的自然生物力学结构，在脚部着地和蹬地的关键时刻提供矫正指导	增强了稳定性、提高了效率，并降低了受伤风险，且不会限制运动

数据来源：X-BIONIC 官网，广发证券发展研究中心

表12: X-BIONIC经典户外服装产品及技术应用

服装产品	技术应用
X-BIONIC®旷野行云连帽开衫	采用 Polartec®的 Power Stretch® Pro 面料，拥有四向弹力和强劲回复力，尼龙表面增加耐久性，高度透气，易打理，具有良好动态保暖的功能
X-BIONIC® 旷野 schoeller 软壳	两层复合面料，外层四向弹力，防风拒水，内层高密度抓绒，柔软保暖
X-BIONIC®旷野隐者戈尔硬壳冲锋衣	40D Gore-Tex®3L PRO 面料，持久防风防水，高度透气，坚固耐用，搭载 RECCO®雪崩救援芯片，Cohaesive®一体卡扣组件系统
X-BIONIC®极点戈尔硬壳冲锋衣	高强韧 70D Gore-Tex®3L Pro 面料，持久防风防水、高度透气，兼容头盔的风雪帽、可拆卸防风雪裙，搭载 RECCO®雪崩救援芯片，可以滑雪的冲锋衣
X-BIONIC®旷野轻量羽绒服	Pertex®Quantum 面料，质密防风表面拒水，采用 ALLIED 850 蓬 90%拒水白鹅绒填充，局部填充 Primaloft®Gold Active，保暖透气
X-BIONIC®银河原力戈尔羽绒服	GORE-TEX®3L 面料、防水防风、高度透气，大身填充 ALLIED 750 蓬 90%拒水鹅绒，下摆填充 Primaloft® Gold Active 拒水保暖材料，配置 RECCO 户外救援芯片、可拆卸风帽、雪裙
X-BIONIC®律动光韵滑雪服	3L 复合面料，防风拒水，SYMBIONIC 仿生薄膜，减少热量积聚防水透湿，全压胶技术；RECCO®户外救援系统
X-BIONIC®巡回者滑雪服	SYMBIONIC®仿生薄膜，快速导湿透气保持干爽，全压胶防水工艺，连帽内嵌 RECCO®户外救援芯片

数据来源：X-BIONIC 公众号，广发证券发展研究中心

公司将聚焦发展自有品牌X-BIONIC，不断打造其科技方面的产品优势。根据公司财报，公司将以运营X-BIONIC品牌为核心发展战略，集中人力资金，加强产品研发和

新材料、新科技研发应用，加强品牌营销及线下线上销售渠道建设，和 X-BIONIC瑞士总部成立联合研发设计中心和营销中心，国内国际一体化推动品牌发展，围绕越野跑鞋 TERRASKIN，越野跑系列产品，滑雪产品，仿生科技专利等，国内国际合作设计研发新产品，联手进行品牌营销，协同推动品牌发展。根据X-BIONIC公众号，2025年12月推出X-BIONIC聚能加强滑雪服，采用仿生进气系统、SYMBIONIC仿生科技膜以及3D仿生球体系统等技术，兼具保暖性和灵活性；2026年2月推出X-BIONIC聚能加强系列瑞士运动版，作为瑞士国家滑雪队款，采用3D BIONIC球体功能板控温系统、间歇压缩科技以及红黑扎染撞色设计等，提供保暖支撑并有助于降低运动能耗。

图38: X-BIONIC聚能加强滑雪服



数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

图39: X-BIONIC聚能加强系列瑞士运动版



数据来源: X-BIONIC公众号, 广发证券发展研究中心

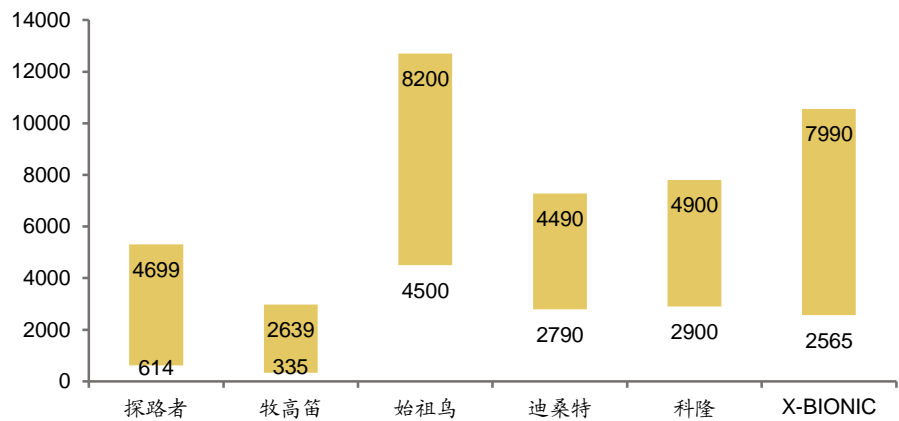
参照其他主流户外用品品牌，X-BIONIC未来或有较大发展空间。X-BIONIC凭借其深厚的技术基因、精准的高端定位以及公司的资源投入，正处于发展的关键阶段。目前，X-BIONIC的2024年收入为2.9亿元，2024年末直营门店数量57家。对标本土专业户外品牌探路者、牧高笛的同期年收入分别达15.92亿元和13.04亿元以及门店数均超200家，意味着在渠道下沉、品类延伸和品牌渗透等方面仍存在较大追赶空间。对标高端专业品牌，2024年，始祖乌在大中华区以75家直营门店实现超20亿美元收入，迪桑特与可隆在中国及东南亚地区以合计约400家直营门店贡献了百亿级收入，体现了高端专业户外品牌少而精的商业路径的可行性。X-BIONIC同样定位高端，聚焦科技属性与专业运动场景，其技术应用和品牌溢价能力与上述高端品牌具有一定相似性，未来若能持续提升品牌影响力、完善产品矩阵并加速核心城市商圈布局，或有望打开高质量发展路径。

表13: X-BIONIC与其他主流户外用品品牌收入和门店数量情况

品牌名称	产品定位	2024 年收入	2024 年末门店数量
X-BIONIC	科技户外运动品牌	2.90 亿元	57 家门店 (直营)
探路者	专业户外用品品牌	15.92 亿元	908 家门店 (直营+加盟)
牧高笛	露营/户外装备品牌	13.04 亿元	227 家门店 (直营+加盟)
始祖鸟	高端户外运动品牌	超过 20 亿美元	75 家 (大中华地区, 直营)
迪桑特、科隆	高端专业户外品牌	合计 106.8 亿元 (安踏体育所有其他品牌分部收入, 包括迪桑特、科隆)	迪桑特: 226 家 (中国和东南亚地区, 直营为主) 科隆: 191 家 (中国, 直营为主)

数据来源: 各公司官网、各公司财报、Wind, 广发证券发展研究中心

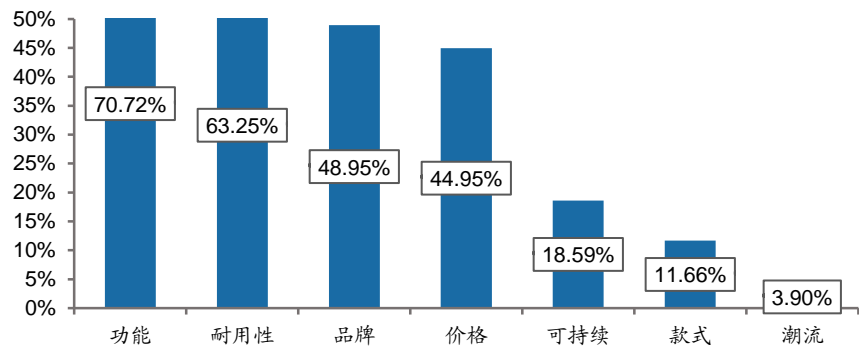
图40: X-BIONIC与其他主流户外用品品牌冲锋衣价格带 (元)



数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

户外消费者更关注产品功能性, 与X-BIONIC技术研发定位相匹配。根据《户外消费者的可持续消费观2025》, 消费者在选购户外用品时最关注功能性 (70.72%) 与耐用性 (63.25%), 明显高于价格 (44.95%) 与潮流因素 (3.90%)。这一偏好与X-BIONIC以技术研发驱动、强调温控调节与功能结构设计的品牌定位高度契合。品牌依托专利技术与功能面料构建产品壁垒, 能够精准满足专业用户对性能与耐用性的核心需求, 有利于打开其持续增长空间。

图41：户外消费者更关注功能性和耐用性

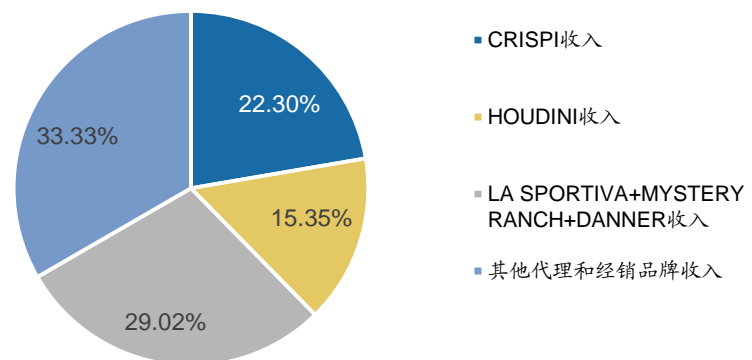


数据来源：《户外消费者的可持续消费观 2025》，广发证券发展研究中心

（二）独家代理品牌：差异化产品矩阵构筑第二增长曲线

公司持续发力独家代理品牌，收入已占代理和经销业务收入比重过半。根据公司财报，截至2025年上半年公司独家代理 CRISPI、HOUDINI、DANNER、MYSTERY RANCH、LA SPORTIVA等经典国际户外品牌，经销200+户外知名品牌，超8000余个SKU，产品品类涵盖户外运动及日常商务休闲等多类场景。2024年，公司代理和经销业务收入为4.17亿元，其中独家代理CRISPI收入为0.93亿元，占比22.30%；独家代理HOUDINI收入为0.64亿元，占比15.35%；独家代理LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER品牌合计收入为1.21亿元，占比29.02%；其他代理和经销品牌收入1.39亿元，占比33.33%。

图42：各品牌收入占代理和经销业务收入比重



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

HOUDINI产品矩阵完整价格带较广泛，CRISPI主打登山鞋袜价格带较集中。北欧户外美学品牌HOUDINI产品涵盖贴身层到中外层，产品系列包括秋冬贴身层、抓绒衣、软壳/外套、防风外套、滑雪服、棉服大衣等，价格带较为广泛，其中滑雪服、棉服/大衣最高价格达7390元。意大利鞋品CRISPI产品聚焦登山鞋袜类，产品

系列包括轻装徒步、重装/猎靴、徒步登山、城市机能、都市休闲、高帮等，价格带较为集中，多数产品价格集中在2500-4000元区间。

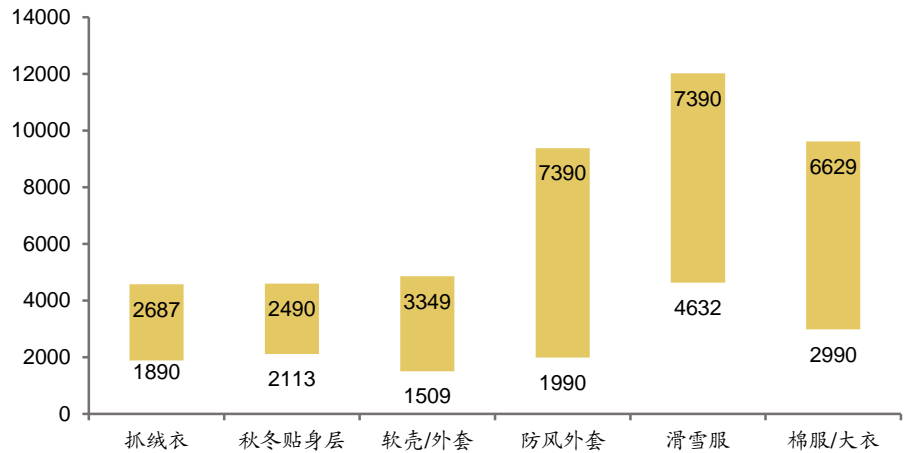
表14: HOUDINI、CRISPI等独家代理品牌部分产品价格情况

产品名称	产品价格	产品图片	产品介绍
HOUDINI 胡丁尼 Power Houdi 魔术大师户外保暖抓绒内胆外套	2498 元		Polartec® Power Stretch® Pro 面料，外侧光滑，内部温暖蓬松，兼具耐穿、舒适等特性，赋予保暖性、透气性和弹性。
HOUDINI 胡丁尼 Powerup 高阶魔术师立领抓绒衣内胆夹克	2590 元		面料由 Polartec® Power Stretch® Pro 制成，具有三层纤维结构，聚酯纤维为主要提供保暖性和透气功能，尼龙增强织物强度，氨纶提供弹性，内层柔软的拉绒提供良好的亲肤舒适感，并提供透气性。
HOUDINI 胡丁尼 PaceTrail 疾速户外立领骑行跑步防风夹克	1990 元		轻便、高透汽性的夹克，适合高性能活动，保护免受轻度天气影响的同时，不会造成过热或减缓速度，非常适合跑步、骑行或户外训练。
CRISPI 春夏工装户外防水防滑徒步登山鞋 大黄靴马丁靴 Monaco Leeds	3958 元		具备内底稳定系统，灵活稳定，动态支撑，加宽鞋楦，贴合包裹抗扭度和灵活性的准确配比，均匀包裹适合多种地形动态支撑使用整个足部区域，减震缓冲，提高脚步舒适感。
CRISPI 意大利 Monaco 摩纳哥新春夏防水防滑户外低帮徒步登山鞋	2998 元		搭载 GORE-TEX 防水袜套，防水、防风、透湿，保证足部干燥舒适。
CRISPI 新品春夏防滑防水轻量化徒步登山鞋 鞋 Attiva	2998 元		将专业登山科技注入都市潮流，EFX 动态中底技术，以动态缓冲、稳定支撑和能量传递，重新定义城市行走的舒适体验。

注：以上价格截至 2026 年 3 月 19 日

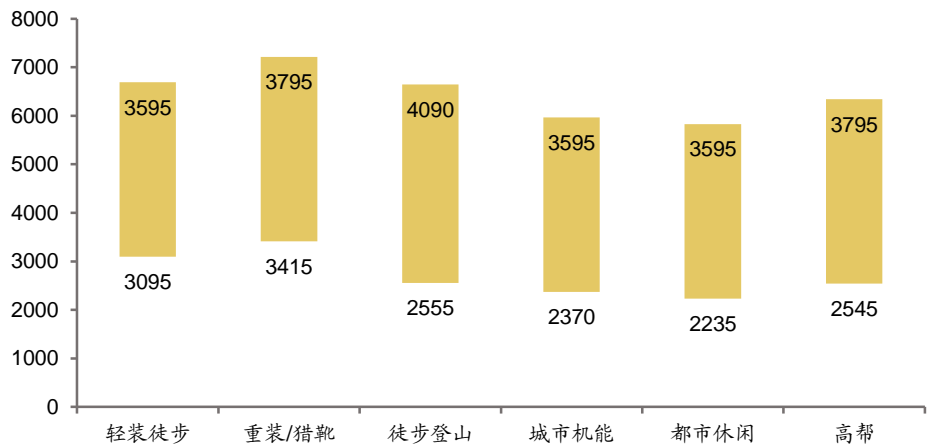
数据来源：HOUDINI 天猫旗舰店、CRISPI 天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

图43: HOUDINI畅销产品销售价格带 (元)



数据来源: HOUDINI 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

图44: CRISPI畅销产品销售价格带 (元)

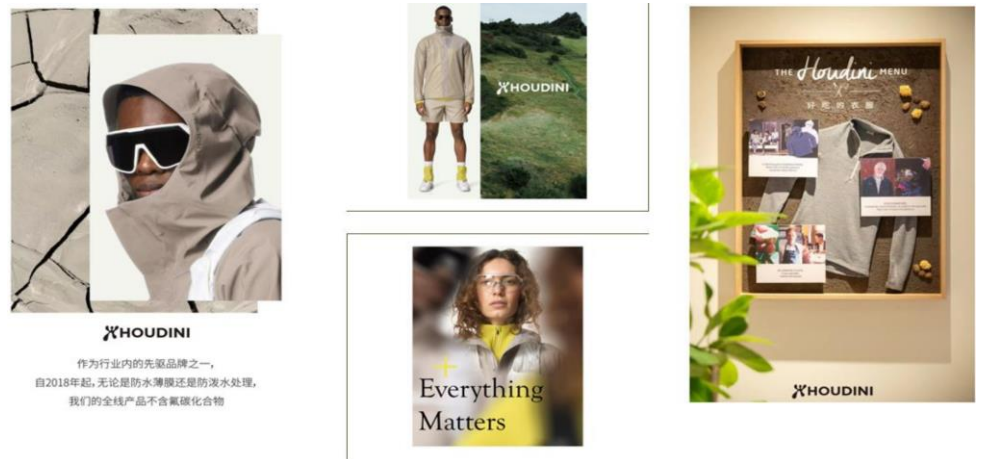


数据来源: CRISPI 天猫旗舰店, 广发证券发展研究中心

公司独家代理北欧户外美学品牌HOUDINI全线产品。根据公司财报, 2023年公司与Houdini Sportswear AB签署《独家代理协议》, 获得品牌全线产品的中国区独家总代理权。HOUDINI的2025春夏收单同比新增批发客户17家, 批发订单量增长476%; 2025秋冬订单量同比增长100%。截至2024年12月, HOUDINI已经有24家户外渠道品牌专区店和4家商场渠道品牌店顺利开业, 覆盖上海、北京、西安、成都等核心城市。公司2025年计划拓展HOUDINI自营和经销店铺约20家。2025年上半年, 公司已在南京德基、杭州万象城等高端商场渠道新增5家HOUDINI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。天猫、京东、抖音等主流线上平台全面入驻, 线上线下渠道同步发力。据久谦数据, 2025年HOUDINI天猫、京东、抖音合计销售额0.55亿元, 同比增长143.54%。HOUDINI通过小红书、抖音、微博等社交媒体与品牌爱好者及用户进行沟通互动, 通过与明星建联、多渠道发布照片视频、综艺植入、KOL深度体验等品牌运营模式, 吸引了大量粉丝关注,

成功将“科技感+环保感”转化为年轻群体的消费符号。2024年，HOUDINI实现营业收入0.64亿元；2025年上半年，HOUDINI实现营业收入0.41亿元，同比增长187.87%，社交媒体总曝光量超1.5亿次。

图45: 北欧户外美学品牌HOUDINI



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

HOUDINI品牌致力于环保理念，强调人与自然和谐共生的哲学观，是崇尚极简主义和环保的功能性户外品牌，全线产品100%拥有六大环保标识，其中可循环利用的产品高达89%，充分体现了品牌对自然环境的尊重与保护。HOUDINI在2019年推出创新保暖棉服Houdini设计、Polartec面料的新一代合成抓绒，减少80%超细纤维，推出使用创新面料PowerAir制成的创新产品Power Air Houdi；2020年推出The Mono Air概念，与Polartec合力推出全球首款可循环设计的抓绒，可防止超细纤维脱落，并以此创新推出了Mono Air Houdi软壳抓绒夹克；2020-2022连续三年分别荣获Ispo金奖、OR创新奖。2025年上半年，三夫户外推进“线上+线下”的快速布局，在提升HOUDINI品牌曝光度的同时，通过线下产品体验空间增强国内市场影响力，通过线上快速传播进一步扩大品牌知名度与市场份额。

图46: Power Houdi魔术大师抓绒外套



数据来源: HOUDINI 胡丁尼公众号, 广发证券发展研究中心

公司独家代理意大利手工匠心传承鞋品**CRISPI**中国区品牌。2023年公司完成收购拥有CRISPI中国区独家代理权的上海飞蛙商贸有限公司100%股权项目, 获得独家代理权。CRISPI采用意大利传统手工制鞋工艺, 融合现代技术, 打造“舒适零磨合”的核心特点及专业户外性能, 并持续推出适配中国市场的多元化产品。针对亚洲消费者脚型特点, CRISPI专为中国市场开发宽版鞋楦, 并引入Vibram黄金八角大底、GORETEX防水透气技术等, 强化产品在复杂地形中的适应性。2024年, CRISPI品牌实现营业收入0.93亿元, 同比增长16.49%; 2025年上半年实现营业收入0.46亿元, 同比增长16.36%。

CRISPI以独特设计美学呼应潮流, 在色彩运用上持续发力, 将前沿色彩理念融入产品设计, 塑造独特的产品优势。根据公司财报, 2025年春夏, CRISPI发布彰显“次世代”发展野心的全新精品色彩系列, 重磅推出时尚户外机能鞋**PERFETTAGTX**。同时, 品牌将2025春夏潮流色彩故事注入**MONACOTINNGTX**等畅销款, 使鞋靴在城市通勤与户外探索中找到精准平衡, 既满足专业户外需求, 又兼具时尚质感, 成功打通户外与都市场景, 吸引更多人群及年轻消费群体的关注。CRISPI通过“社交媒体种草+线下社群体验+私域口碑营销”的多元推广策略, 全方位提升品牌知名度与产品信赖度。凭借扎实的产品力与精准的市场运营, 2025年上半年批发客户数量同比增长23.47%, 展现出强劲的市场增长势头。

图47：意大利手工匠心传承鞋品CRISPI



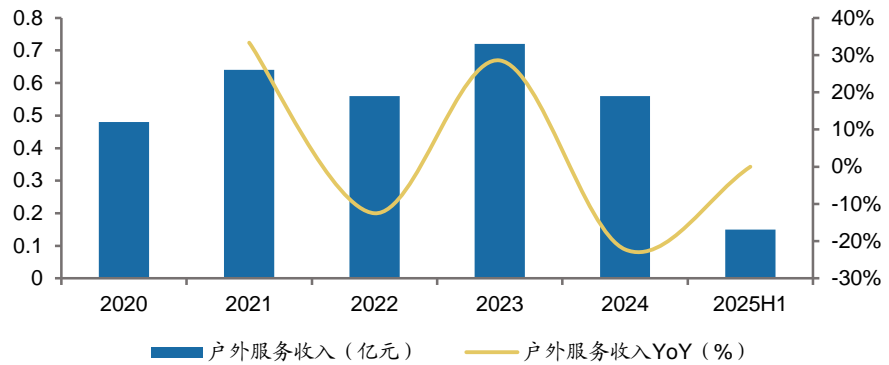
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

CRISPI同时发力线上线，持续推动销售网络拓展。根据公司财报，CRISPI已经建立了广泛的户外渠道营销网络，以专业户外店中店的形式陈列和销售，让专注于户外运动的爱好者能够直接触达CRISPI全线产品。目前，CRISPI已在三夫户外综合店及经销商渠道设立52个品牌专区，覆盖北京、上海、成都等核心城市，并且2025年规划完成CRISPI单品牌店新增2-3家。线上方面，CRISPI同步入驻天猫、京东等主流电商平台，通过抖音直播、小红书内容营销触达年轻客群。根据久谦数据，2025年，CRISPI在天猫、京东、抖音电商渠道合计收入0.97亿元，同比增长30.89%。随着CRISPI线上运营不断加强以及品牌认知度持续提升，预计线上有望延续较高水平增速。

（三）户外赛事及服务：构建户外生活方式流量入口

公司通过组织户外活动及赛事，打造以经营用户为核心的户外生态平台。公司持续进行以三夫赛事和崇礼168等活动为核心的赛事运营、露营活动及青少年户外培训项目的拓展。积累核心户外人群并延伸消费场景，实现产品销售与服务体验的闭环将人与户外品牌相链接、人与户外产品相链接、人与户外运动相链接，在不同板块间实现客群转化，从而构建完整的户外产业运营平台，为户外产品销售打下坚实的客户基础，形成消费场景生态闭环。业务收入方面，根据Wind，户外服务业务收入整体保持平稳，2020-2024年收入基本在0.4-0.7亿元区间，2023年户外服务收入为0.72亿元，同比增长28.57%；2024年户外服务收入为0.56亿元，同比下降22.22%。2025年上半户外服务收入为0.15亿元，同比持平。

图48: 公司户外服务业务收入(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司具有举办大型户外赛事的能力,其中崇礼168已成为亚洲单场次规模最大的越野赛。根据公司官网,三夫赛事起源于1998年的三夫户外运动俱乐部,致力于户外运动的推广和普及,连续多年荣获中国登山协会示范俱乐部称号、AAA级户外运动俱乐部资质,是中国铁人三项运动协会、中国田径协会马拉松委员会、国际越野跑协会的会员单位。以赛事为引擎,致力引领国人良好户外运动生活方式的养成,目前已成为国内规模较大、技术实力较强的专业赛事运营机构,业务能力从组织策划、路线勘测到保障实施均处于国内领先水平;赛事类型覆盖日常训练、入门级赛事以及长距离超级赛事,拥有三夫铁人三项赛、崇礼168等多项具有国际品牌影响力的赛事。根据公司财报,2024年崇礼168赛事报名参赛选手共计10336名,覆盖全国33个省级行政区,赛期形成了超过3亿次的传播流量,为属地形成数千万的消费拉动;2025年崇礼168超级越野赛报名人数约20529名,参赛人数为11117人,参赛人数同比增加15.7%,选手来自22个国家和地区,属地旅游收入达到1.68亿元,同比增长93%。赛事规模已成为亚洲单场次规模最大的越野赛,进一步强化了客户黏性与品牌协同效应。

图49: 三夫户外承办崇礼 168 超级越野赛



数据来源: 三夫赛事公众号, 广发证券发展研究中心

户外活动服务有利于强化客户忠诚度和品牌影响力。根据公司财报，公司积极参与赛事组织和活动策划，冠名赞助“雄关长城330超级越野赛”、“第25届中国京津冀铁人三项赛”，支持运动员参与“八百流沙极限赛”、“泰国UTMB”等赛事，通过赛事曝光和品牌植入等方式，提升品牌的知名度和美誉度。其中，三夫铁人三项赛已创立25周年，于2022年升级为中国铁人三项运动协会A+级赛事，是京津冀地区首个该级别赛事，2024年吸引1360余名选手参与。2024年，X-BIONIC开展越野跑、城市跑、滑雪、徒步、体能训练营、分享会等多项会员主题互动及体验活动共计40+场，增强品牌互动性和归属感，持续提升X-BIONIC的产品力，深化其科技属性。2024年全年，X-BIONIC品牌累计曝光量超2亿人次，目标客群渗透率提升15%；X-BIONIC会员纳新2.7万人，会员销售占比达93%。

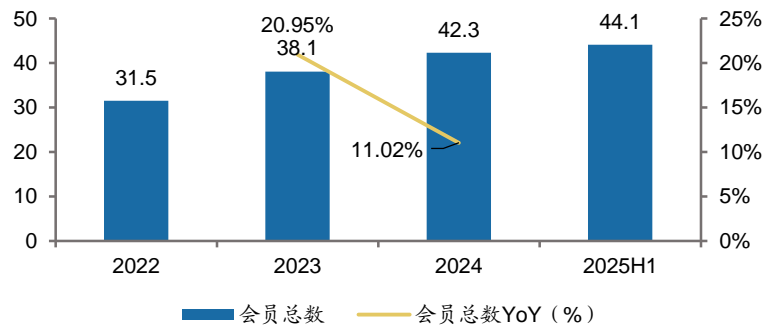
图50: 三夫户外举办X-BIONIC户外活动



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三夫会员人数持续增长, 为增强会员粘性、夯实客群长期基本盘打下坚实基础。2024年, 三夫会员新增40166人, 门店会员总数达到42.3万人, 会销比为87%, 同比2023年增长5%; 组织全国社群活动162场, 覆盖约3500人次, 活动包含徒步、露营、城市跑、越野跑、CITY WALK、攀岩及门店分享会等多种形式。2025年上半年, 三夫户外会员新增18382人, 门店会员总数达44.1万人。

图51: 三夫户外会员总数(万人)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

三夫户外是国内领先的专业户外运动用品的品牌运营及代理企业，核心优势在于自有品牌、独家代理品牌与户外服务的三位一体布局。公司持续推动X-BIONIC及其他自有品牌发展，同时不断拓展HOUDINI、CRISPI等代理品牌的收入空间，持续强化品牌影响力，不断拓展渠道规模，优化户外服务场景，为整体收入增长提供稳健的推动力。

1. 户外用品业务：预计2025-2027年，公司户外用品业务收入分别为9.11亿元、11.35亿元、13.99亿元，同比增长22.4%、24.6%、23.2%，主要来自于以X-BIONIC为核心的自有品牌业务和以CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌为核心的代理和经销业务持续发力。预计2025-2027年户外用品业务毛利率为62.0%、62.0%、62.0%，主要系自有品牌X-BIONIC及CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌占总营收比重不断增加，拉动业务毛利率上升并保持在较高水平。

对户外用品业务收入进一步拆分，其中：

自有品牌业务：预计2025-2027年，公司自有品牌收入分别为4.31亿元、5.60亿元、7.08亿元，同比增长31.9%、29.8%、26.5%。自有品牌收入的快速增长主要来自X-BIONIC的推动，预计2025-2027年X-BIONIC收入分别为3.92亿元、5.17亿元和6.61亿元，同比增长35.0%、32.0%、28.0%。自有品牌业务收入增长的原因包括持续的产品技术研发优势、核心品牌营销加码、直营店和线上渠道同步扩张，以及通过多品牌矩阵丰富消费场景和提升客户粘性。X-BIONIC签约品牌大使王心迪获冬奥会冠军且关注度较高，X-BIONIC与其进行的市场运营和推广活动有助于增强产品的影响力和销售效果。同时，其他自有品牌收入仍保持稳定增长，预计2025-2027年分别为0.40亿元、0.43亿元和0.47亿元，同比增长8.0%、8.0%、8.0%。自有品牌业务的高毛利率和稳定增长，使其成为公司收入和盈利的核心驱动力。

代理和经销业务：预计在2025-2027年实现收入分别为4.80亿元、5.75亿元和6.91亿元，同比增长15.0%、20.0%、20.0%。2024年代理和经销业务收入同比下降20%，主要系公司部分长期经销合作的重点品牌终止合作，以及Klattermusen(攀山鼠)品牌因成立合资公司不再合并报表，对当年的业务收入造成一定影响。2025年起，业务增长的驱动力主要来自CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌的持续发力以及门店和线上渠道的优化，公司通过直营+联营模式覆盖全国重点城市，同时依托订货会和渠道拓展推动经销业务向好发展，并且结合精细化库存管理和供应链提升运营效率。公司持续推进门店结构优化与形象升级，围绕核心商圈与优质购物中心

布局，提高单店产出能力，丰富代理产品矩阵，为整体业绩贡献重要支撑。

2.户外服务业务：预计2025-2027年收入分别为0.59亿元、0.65亿元和0.71亿元，同比增长5%、10.0%、10.0%。业务收入增长主要来自于公司赛事等项目的运营和拓展。通过三夫赛事和崇礼168等活动，公司积累核心户外人群并延伸消费场景，实现产品销售与服务体验的生态闭环。未来，公司计划进一步提升赛事与户外活动的运营品质，优化活动布局，增强用户粘性，为收入提供长期支撑。预计2025-2027年户外服务业务毛利率为15.0%、15.0%、15.0%。2024年户外服务业务毛利率为-7.1%，主要系松鼠部落亲子乐园经营不善导致收入难以覆盖刚性成本。随着公司申请上海悉乐破产清算以及逐渐剥离该项目，该业务毛利率预计有所回升。

期间费用率：预计2025-2027年公司销售费用率将保持在36.0%、36.0%、36.0%，保持在较高水平，X-BIONIC作为核心自有品牌，在户外行业蓬勃发展之际，公司有望持续加大市场推广和渠道投入以支持快速增长。预计2025-2027年公司管理费用率为11.4%、11.4%、11.4%。预计2025-2027年公司研发费用率为1.5%、1.8%、2.0%，公司重视技术驱动产品，不断开发和巩固X-BIONIC的科技属性，保持X-BIONIC及其他自有品牌在功能性和设计制作方面的竞争优势。

表15: 公司收入关键假设

单位: 亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入	8.46	8.00	9.70	12.00	14.70
YOY	50.5%	-5.4%	21.2%	23.7%	22.5%
户外用品业务	7.74	7.44	9.11	11.35	13.99
YoY	53.0%	-3.9%	22.4%	24.6%	23.2%
毛利率	57.1%	61.4%	62.0%	62.0%	62.0%
自有品牌业务	2.53	3.27	4.31	5.60	7.08
YoY	60.1%	29.2%	31.9%	29.8%	26.5%
- X-BIONIC	2.15	2.9	3.92	5.17	6.61
YoY	69.3%	34.9%	35.0%	32.0%	28.0%
- 其他自有品牌	0.38	0.37	0.40	0.43	0.47
YoY	22.6%	-2.6%	8.0%	8.0%	8.0%
代理和经销业务	5.21	4.17	4.80	5.75	6.91
YoY	49.7%	-20.0%	15.0%	20.0%	20.0%
户外服务业务	0.72	0.56	0.59	0.65	0.71
YoY	28.6%	-22.2%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.3%	-7.1%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

我们预计公司2025-2027年EPS分别为0.32/0.50/0.72元/股，目前股价对应2025年PE为47.13倍，对应2026年PE为29.93倍。此处可比公司选择方面，牧高笛是国内户外露营装备领域的领先品牌，业务涵盖自有品牌运营与OEM/ODM代工，与三夫户外业务模式、渠道模式、消费客群及户外赛道属性上具有较高可比性。2022年国内露营市场需求快速增长，牧高笛业绩快速增长并形成高基数；2023-2024年随着出行放开，露营热度降温，产品需求逐步正常化，行业进入去库存周期，但长期来看露营行业依然有较大发展空间，因此牧高笛估值仍处于较高水平，随着时间推移消化前期高估值。比音勒芬定位于高端运动休闲服饰，深耕高尔夫、精英商务人群，品牌溢价能力明显。三夫户外自有品牌X-BIONIC同样定位高端科技运动领域，目标客群重叠度高，且均采用直营为主的渠道策略，两者在品牌定位、盈利模式及增长逻辑上具备较强可比性。目前比音勒芬已进入稳定增长阶段，在高尔夫服饰领域的市场占有率连续多年位居全国第一，渠道渗透趋于饱和，成熟期估值较低。

相较可比公司，三夫户外具有更高的成长性、低基数反转预期及多元业务结构。在成长性方面，三夫户外以运营自有品牌X-BIONIC为核心发展战略，集中人力资金，加强产品研发和新材料、新科技研发应用，加强品牌营销及线下线上销售渠道建设，X-BIONIC在2022-2024年收入分别为1.27亿元、2.15亿元、2.90亿元，同比增速分别为36.56%、69.29%、34.88%，占公司总营收比重分别为23%、25%、36%，业务处于高速成长期，并已成为总营收的重要组成部分。低基数预期方面，三夫户外2024年因松鼠部落计提大额减值导致归母净利润亏损，形成低基数效应。随着该业务逐步剥离，2025年公司迎来业绩反转，低基数下的高增长预期推动PE倍数阶段性抬升。业务结构方面，三夫户外拥有X-BIONIC等自有品牌和CRISPI、HOUDINI等核心独家代理品牌，同时经销200+户外知名品牌，品牌矩阵完整，产品类型丰富，业务结构多元。行业层面来看，近年来，我国户外用品市场规模呈现持续上升趋势，我国户外运动鞋服渗透率对比欧美发达国家仍有较大提升空间，行业长期成长逻辑较为明确，对公司业绩增长形成向好支撑。综上，我们给予公司2026年35倍的PE估值，对应合理价值17.61元/股，给予“增持”评级。

表16: 可比公司情况

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2026/4/11	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
牧高笛	603908.SH	22.78	0.90	0.70	0.87	1.00	24.56	34.60	28.00	24.40
比音勒芬	002832.SZ	17.41	1.37	1.18	1.34	1.53	16.13	14.70	12.99	11.37

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 Wind 一致预期

五、风险提示

（一）宏观经济波动风险

户外用品及高端功能性产品具有一定可选消费属性，若宏观经济复苏节奏不及预期、居民可支配收入增长放缓或消费信心走弱，可能对中高端户外产品需求形成抑制，从而影响公司收入增速及盈利表现。

（二）行业竞争加剧风险

近年来户外赛道景气度提升，吸引综合运动品牌及新兴户外品牌加速布局，若市场竞争进一步加剧，可能导致价格竞争、渠道资源争夺及营销费用上升，对公司毛利率及市场份额形成压力。

（三）品牌运营与渠道拓展不及预期风险

公司战略重心逐步向自有品牌与独家品牌倾斜，若核心品牌销售放量不及预期，或门店优化、线上渠道建设及库存管理效果未达预期，可能对整体经营效率和业绩增长造成影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	657	674	759	862	971	经营活动现金流	54	26	44	137	167
货币资金	115	75	50	85	126	合并净利润	23	-85	48	76	108
应收及预付	87	84	102	124	150	折旧摊销	86	84	101	92	92
存货	397	479	567	614	655	营运资金变动	-110	-117	-130	-51	-47
其他	57	35	40	40	40	其他	0	0	-5	0	0
非流动资产总额	448	438	366	315	272	投资活动现金流	-55	-15	-50	-56	-60
长期股权投资	5	51	51	51	51	资本性开支	-22	-15	-50	-50	-50
固定资产	230	112	71	39	16	投资	-8	15	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-25	-15	0	-6	-10
使用权资产	93	168	138	118	98	融资活动现金流	-16	-50	-19	-46	-66
无形资产	55	48	48	48	48	股本融资	0	0	0	0	0
其他	65	59	59	59	59	债权融资	32	-24	-13	-41	-62
资产总额	1,105	1,111	1,125	1,177	1,243	股利分配与偿付	-6	-7	-5	-5	-4
流动负债总额	330	349	354	330	288	其他	-42	-19	-1	0	0
短期借款	179	163	189	147	85	现金净增加额	-16	-39	-25	35	41
应付及预收	54	88	73	90	109	期初现金余额	131	114	75	50	85
其他	96	97	92	93	93	期末现金余额	114	75	50	85	126
非流动负债总额	68	141	102	102	102						
长期借款	3	2	2	2	2						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他	65	139	100	100	100						
负债总额	398	489	455	431	389						
股本	158	158	165	165	165						
其他	531	510	555	638	757						
归母权益合计	689	667	720	803	923						
少数股东权益	18	-45	-50	-58	-69						
负债和股东权益	1,105	1,111	1,125	1,177	1,243						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	50.51%	-5.45%	21.19%	23.74%	22.47%
营业利润增长率	184.7%	-	-	57.4%	43.3%
归母净利增长率	210.1%	-	-	57.4%	43.3%
获利能力					
毛利率	53.6%	56.7%	57.9%	59.1%	59.9%
净利率	2.7%	-10.7%	5.0%	6.3%	7.4%
ROE	5.3%	-3.2%	7.3%	10.4%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	36.0%	44.0%	40.5%	36.7%	31.3%
有息负债率	16.5%	14.9%	16.9%	12.7%	7.0%
流动比率	2.0	1.9	2.1	2.6	3.4
利息保障倍数	9.0	6.6	15.9	22.4	41.3
营运能力					
应收账款周转率	28.9	23.8	24.0	24.0	24.0
存货周转率	1.0	0.7	0.7	0.8	0.9
应付账款周转率	17.4	12.4	14.4	14.4	14.4
每股指标					
每股收益	0.23	-0.14	0.32	0.50	0.72
每股净资产	4.37	4.23	4.35	4.86	5.58
每股经营现金流	0.34	0.16	0.27	0.83	1.01
估值比率					
PE	54.0	-	47.1	29.9	20.9
PB	2.9	3.0	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	10.9	13.0	14.1	12.4	10.3

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	846	800	970	1,200	1,470
营业成本	393	347	408	491	589
营业税金及附加	6	4	5	7	8
销售费用	248	272	349	432	529
管理费用	92	91	110	137	167
研发费用	10	10	15	22	29
财务费用	19	19	12	15	16
资产信用减值损失	-52	-158	-30	-20	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	16	10	4	0
营业利润	31	-84	53	84	120
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	31	-84	53	84	120
所得税费用	9	1	5	8	12
合并净利润	23	-85	48	76	108
少数股东损益	-14	-64	-5	-8	-11
归母净利润	37	-21	53	83	119
EPS (元/股)	0.23	-0.14	0.32	0.50	0.72

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
董建芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
钟泽宇：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。