

2026年04月30日

三夫户外(002780.SZ)

投资评级：买入（维持）

——26Q1 营收同增 36%，X-BIONIC 等品牌引领高增长

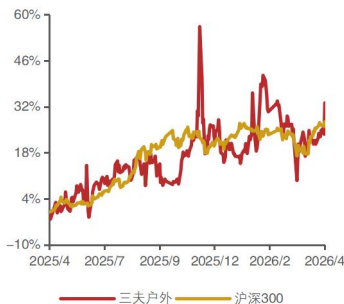
证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年04月29日

收盘价(元)	16.35
一年内最高/最低(元)	19.20/11.78
总市值(百万元)	2,703.66
流通市值(百万元)	2,136.16
总股本(百万股)	165.36
资产负债率(%)	36.77
每股净资产(元/股)	4.96

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司 26Q1 营收同增 36.0%。三夫户外发布 25 年年报及 26 年一季报。公司 25 全年实现营业收入 9.6 亿元，同比+19.4%；25 年实现归母净利润 0.5 亿元，同比扭亏；25 年毛利率 59.2%，同比+2.5pct；25 年归母净利率 5.6%。公司 26Q1 实现营业收入 2.6 亿元，同比 36.0%；26Q1 实现归母净利润 0.3 亿元，同比+141.9%；26Q1 毛利率 61.8%，同比+2.3pct；26Q1 归母净利率 11.6%，同比+5.1pct。现金流方面，25 年公司经营性现金流净额同增 190.7%至 0.7 亿元，经营状况持续向好。
- 分品牌：“自有品牌+独家代理”驱动公司营收高增长。自有品牌端，X-BIONIC 25 年实现营业收入 3.9 亿元，同比+35.9%；在公司持续投入下，X-BIONIC 品牌通过明星代言及科技加持不断突破，为公司营收增长核心驱动(25 年该品牌营收占比达 41.2%)，且 26Q1 营收同增 53.7%持续引领公司营收高增。代理品牌端，CRISPI 25 年实现营业收入 1.1 亿元，同比+17.7%；Houdini 25 全年实现营业收入 1.1 亿元，同比+69.1%；La Sportiva+Danner+Mystery Ranch 25 全年实现营业收入 1.5 亿元，同比+26.6%。
- 分渠道：25 年线上渠道营收同增 36.8%，会员体系完备。公司线上渠道 25 年实现营业收入 4.8 亿元，同比+36.8%，营收占比达 49.8%，为公司营收增长核心驱动；公司 25 年实现批发收入 1.1 亿元，同比+38.6%，我们认为主要受益于 Houdini 营收的快速增长。此外，公司会员体系持续完善，25 全年门店累计会员总数达 46.5 万人，新增注册会员 4.2 万人，会员人数同增 10%左右，会销比达 93%，会员数量的持续增长或为公司业绩长期增长打下坚实基础。
- 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。展望 26 年，据三夫户外微信公众号，公司将持续加大 X-BIONIC 品牌的研发投入，推出 Terraskin 越野系列等新品；公司仍将大力布局线下门店，26 年计划开设 X-BIONIC 单品店 12-15 家、Houdini 单品店 3-4 家、Crispi 单品店 2-3 家、三夫战术户外店 2-3 家。
- 盈利预测与评级：预计公司 2026-2028 年归母净利润分别 0.80 亿元/1.15 亿元/1.55 亿元，同比分别增长 49.69%/43.37%/35.64%。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，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)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,200	1,469	1,754
同比增长率(%)	-5.45%	19.41%	25.58%	22.39%	19.40%
归母净利润(百万元)	-21	53	80	115	155
同比增长率(%)	-158.83%	348.21%	49.69%	43.37%	35.64%
每股收益(元/股)	-0.13	0.32	0.48	0.69	0.94
ROE(%)	-3.22%	6.75%	9.18%	11.63%	13.63%
市盈率(P/E)	-125.79	50.68	33.85	23.61	17.41

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	139	120	147	175
应收票据及账款	31	46	56	67
预付账款	41	68	83	99
其他应收款	19	29	35	42
存货	540	582	695	812
其他流动资产	23	29	34	40
流动资产总计	792	872	1,050	1,235
长期股权投资	75	103	133	165
固定资产	255	206	156	105
在建工程	0	4	5	5
无形资产	40	35	31	28
长期待摊费用	24	12	0	0
其他非流动资产	37	43	52	61
非流动资产合计	432	402	376	364
资产总计	1,224	1,275	1,426	1,599
短期借款	149	145	173	173
应付票据及账款	45	49	59	69
其他流动负债	176	188	226	266
流动负债合计	370	382	458	508
长期借款	116	75	37	6
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	117	76	38	7
负债合计	486	458	495	515
股本	165	165	165	165
资本公积	557	557	557	557
留存收益	68	148	262	417
归属母公司权益	790	870	984	1,140
少数股东权益	-52	-53	-54	-56
股东权益合计	738	817	930	1,084
负债和股东权益合计	1,224	1,275	1,426	1,599

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	46	53	86	124
折旧与摊销	79	80	82	72
财务费用	18	11	9	8
投资损失	-20	-30	-32	-34
营运资金变动	-100	-83	-103	-107
其他经营现金流	53	32	34	36
经营性现金净流量	75	62	76	100
投资性现金净流量	-18	-26	-29	-32
筹资性现金净流量	0	-55	-20	-39
现金流量净额	57	-19	27	28

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	956	1,200	1,469	1,754
营业成本	390	462	552	645
税金及附加	7	8	10	11
销售费用	333	396	477	561
管理费用	90	112	135	160
研发费用	10	14	18	21
财务费用	18	11	9	8
资产减值损失	-62	-126	-155	-185
信用减值损失	-7	-6	-7	-9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	20	30	32	34
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
其他收益	2	2	2	2
营业利润	65	97	139	189
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	66	97	140	190
所得税	20	18	26	36
净利润	46	79	113	154
少数股东损益	-8	-1	-1	-1
归属母公司股东净利润	53	80	115	155
EPS(元)	0.32	0.48	0.69	0.94

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	19.41%	25.58%	22.39%	19.40%
营业利润增长率	177.88%	49.28%	43.50%	35.71%
归母净利润增长率	348.21%	49.69%	43.37%	35.64%
经营现金流增长率	190.66%	-17.09%	21.90%	31.60%
盈利能力				
毛利率	59.16%	61.50%	62.40%	63.20%
净利率	4.77%	6.59%	7.72%	8.77%
ROE	6.75%	9.18%	11.63%	13.63%
ROA	4.36%	6.27%	8.03%	9.71%
估值倍数				
P/E	50.68	33.85	23.61	17.41
P/S	2.83	2.25	1.84	1.54
P/B	3.42	3.11	2.75	2.37
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	16	15	12	10

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）。