

三夫户外(002780)

报告日期: 2026年05月03日

## 25年品牌运营转型兑现, 26年渠道、品牌、营销共振值得期待

### ——三夫户外点评报告

#### 投资要点

##### □ 25年收入恢复增长, 转型品牌运营后利润端明显修复

2025年公司实现营业收入9.6亿元(同比+19.4%),主要来自以自主品牌为主的户外用品收入增长,毛利率59.2%(同比+2.5pct)。

费用端,2025年销售费用率34.9%(同比+0.9pp),管理费用率9.5%(-1.8pp),研发费用率1.1%(-0.2pp),财务费用率1.8%(-0.6pp),费用结构较稳定。

2025年实现归母净利润0.53亿元,实现扭亏,2024年公司处于业务转型过渡期且存在计提松鼠部落乐园投资带来的资产减值扰动,2025年随着户外用品业务增长及毛利率提升,利润端实现明显修复。

##### □ 户外用品为核心增长来源,自有品牌尤其X-BIONIC持续放量

分业务看,2025年户外用品实现收入8.9亿元(同比+20.2%),毛利率61.8%(同比+0.3pp)。其中自有品牌收入4.1亿元(同比+26.0%),自有品牌中,X-BIONIC实现收入3.9亿元(同比+35.8%),为公司品牌运营转型后的核心增长引擎;SANFO品牌收入0.19亿元(同比-50.2%)。

代理、经销品牌2025年实现收入4.8亿元(同比+15.7%),其中CRISPI收入1.1亿元(同比+17.7%),HOUDINI收入1.1亿元(同比+69.1%),DANNER、LA SPORTIVA、Mystery Ranch等合计收入1.5亿元(同比+26.6%)。

##### □ 26Q1高增长验证品牌运营成效,渠道、品牌、营销有望继续共振

2026Q1公司实现收入2.6亿元(同比36.0%),毛利率61.8%(同比+2.2pp),归母净利润0.3亿元(同比+142%),盈利能力较去年大幅改善。

2026Q1,X-BIONIC实现营业收入1.2亿元,同比增长53.7%;HOUDINI实现营业收入0.3亿元,同比增长11.5%;CRISPI实现营业收入0.3亿元,同比增长17.9%;LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER总计实现营业收入0.4亿元,同比增长37.7%,自有品牌增速延续亮眼表现,26年渠道、品牌、营销有望持续共振。

##### □ 盈利预测及投资建议:

户外用品消费为当前消费热点,行业整体增长良好;公司转向品牌运营后,产品研发、品牌营销、线上线下渠道布局稳定,各品牌特色鲜明知名度持续提升;核心品牌X-BIONIC产品户外功能与都市简约结合,适配日常通勤和户外运动多场景使用需求,26年增长可期。我们预计公司26-28年实现收入12.1/14.7/17.1亿元,同比+27.0%/21.0%/16.3%,实现归母净利润0.83/1.09/1.34亿元,同比+54.9%/+32.3%/+22.8%,PE对应34/25/21倍,按照分红比例16%估算,股息率0.5%,维持“买入”评级。

##### □ 风险提示:户外消费景气度不及预期;核心品牌开店及新品类推广不及预期。

#### 财务摘要

| (百万元)    | 2025  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 955.6 | 1213.8 | 1469.2 | 1708.3 |
| (+/-)(%) | 19.4% | 27.0%  | 21.0%  | 16.3%  |
| 归母净利润    | 53.4  | 82.6   | 109.3  | 134.2  |
| (+/-)(%) | /     | 54.9%  | 32.3%  | 22.8%  |
| 每股收益(元)  | 0.32  | 0.50   | 0.66   | 0.81   |
| P/E      | 52.0  | 33.6   | 25.4   | 20.7   |

资料来源:浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

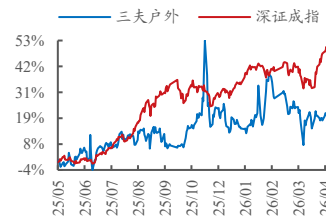
分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥16.77   |
| 总市值(百万元) | 2,773.12 |
| 总股本(百万股) | 165.36   |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《品牌矩阵快速成长中,秋冬旺季展望乐观》2025.09.12
- 2 《品牌运营转型成效亮眼,非核心业务逐步收缩》2025.05.06
- 3 《华丽转型品牌运营集团,手握多张稀缺好牌》2024.12.16

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>792</b>   | <b>818</b>   | <b>847</b>   | <b>892</b>   |
| 现金             | 139          | 146          | 170          | 206          |
| 交易性金融资产        | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 应收账款           | 31           | 33           | 38           | 45           |
| 其它应收款          | 19           | 25           | 32           | 42           |
| 预付账款           | 41           | 37           | 46           | 43           |
| 存货             | 540          | 556          | 541          | 538          |
| 其他             | 18           | 17           | 15           | 13           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>432</b>   | <b>459</b>   | <b>462</b>   | <b>466</b>   |
| 金融资产类          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 75           | 75           | 75           | 75           |
| 固定资产           | 106          | 121          | 120          | 119          |
| 无形资产           | 40           | 39           | 37           | 35           |
| 在建工程           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 210          | 224          | 230          | 237          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,224</b> | <b>1,277</b> | <b>1,309</b> | <b>1,358</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>370</b>   | <b>353</b>   | <b>386</b>   | <b>427</b>   |
| 短期借款           | 149          | 149          | 149          | 149          |
| 应付款项           | 45           | 58           | 63           | 72           |
| 预收账款           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 176          | 147          | 174          | 206          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>117</b>   | <b>129</b>   | <b>123</b>   | <b>126</b>   |
| 长期借款           | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 其他             | 114          | 126          | 120          | 123          |
| <b>负债合计</b>    | <b>486</b>   | <b>482</b>   | <b>509</b>   | <b>552</b>   |
| 少数股东权益         | (52)         | 0            | 0            | 0            |
| 归属母公司股东权益      | 790          | 795          | 800          | 806          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,224</b> | <b>1,277</b> | <b>1,309</b> | <b>1,358</b> |

### 利润表

| (百万元)           | 2025       | 2026E       | 2027E       | 2028E       |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>956</b> | <b>1214</b> | <b>1469</b> | <b>1708</b> |
| 营业成本            | 390        | 488         | 581         | 669         |
| 营业税金及附加         | 7          | 9           | 11          | 12          |
| 营业费用            | 333        | 425         | 522         | 615         |
| 管理费用            | 90         | 115         | 140         | 162         |
| 研发费用            | 10         | 13          | 16          | 19          |
| 财务费用            | 18         | 18          | 18          | 18          |
| 资产减值损失          | (62)       | (65)        | (70)        | (75)        |
| 公允价值变动损益        | 5          | 1           | 2           | 2           |
| 投资净收益           | 20         | 26          | 34          | 45          |
| 其他经营收益          | 2          | 2           | 1           | 1           |
| <b>营业利润</b>     | <b>65</b>  | <b>110</b>  | <b>149</b>  | <b>185</b>  |
| 营业外收支           | 0          | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>     | <b>66</b>  | <b>111</b>  | <b>149</b>  | <b>186</b>  |
| 所得税             | 20         | 33          | 45          | 56          |
| <b>净利润</b>      | <b>46</b>  | <b>78</b>   | <b>104</b>  | <b>130</b>  |
| 少数股东损益          | (8)        | (5)         | (5)         | (4)         |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>53</b>  | <b>83</b>   | <b>109</b>  | <b>134</b>  |
| EBITDA          | 157        | 199         | 238         | 272         |
| EPS (最新摊薄)      | 0.32       | 0.50        | 0.66        | 0.81        |

### 主要财务比率

|                | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 19.41% | 27.01% | 21.05% | 16.27% |
| 营业利润           | /      | 69.64% | 34.49% | 24.88% |
| 归属母公司净利润       | /      | 54.88% | 32.27% | 22.76% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 59.16% | 59.82% | 60.43% | 60.84% |
| 净利率            | 5.58%  | 6.81%  | 7.44%  | 7.85%  |
| ROE            | 6.71%  | 10.13% | 13.08% | 16.21% |
| ROIC           | 9.19%  | 12.11% | 14.70% | 16.87% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 39.73% | 37.76% | 38.86% | 40.67% |
| 净负债比率          | 65.93% | 60.67% | 63.57% | 68.54% |
| 流动比率           | 2.14   | 2.31   | 2.19   | 2.09   |
| 速动比率           | 0.57   | 0.64   | 0.67   | 0.73   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.82   | 0.97   | 1.14   | 1.28   |
| 应收账款周转率        | 30.10  | 38.00  | 41.00  | 41.00  |
| 应付账款周转率        | 8.15   | 9.50   | 9.60   | 9.90   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.32   | 0.50   | 0.66   | 0.81   |
| 每股经营现金         | 0.09   | 0.19   | 0.25   | 0.28   |
| 每股净资产          | 4.78   | 4.81   | 4.84   | 4.87   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 51.98  | 33.56  | 25.37  | 20.67  |
| P/B            | 3.51   | 3.49   | 3.47   | 3.44   |
| EV/EBITDA      | 17.69  | 13.96  | 11.58  | 9.98   |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2025        | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>75</b>   | <b>147</b>   | <b>200</b>   | <b>226</b>   |
| 净利润            | 46          | 78           | 104          | 130          |
| 折旧摊销           | 15          | 17           | 20           | 23           |
| 财务费用           | 13          | 18           | 18           | 18           |
| 投资损失           | (20)        | (26)         | (34)         | (45)         |
| 营运资金变动         | (100)       | (14)         | 12           | 13           |
| 其它             | 123         | 75           | 80           | 86           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(18)</b> | <b>(127)</b> | <b>(163)</b> | <b>(175)</b> |
| 资本支出           | 18          | 16           | 16           | 16           |
| 长期投资           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | (36)        | (143)        | (180)        | (191)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>0</b>    | <b>(13)</b>  | <b>(13)</b>  | <b>(13)</b>  |
| 短期借款           | 149         | 149          | 149          | 149          |
| 长期借款           | 3           | 3            | 3            | 3            |
| 其他             | (151)       | (164)        | (165)        | (165)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>57</b>   | <b>8</b>     | <b>23</b>    | <b>37</b>    |

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>