

三夫户外 (002780.SZ)

第二季度业绩增长提速，盈利拐点连续三季兑现

优于大市

核心观点

上半年收入增长 39%，盈利弹性显著释放。2026 年上半年，公司聚焦“自有品牌+独家代理品牌”战略，收入同比增长 39.4%至 5.27 亿元，归母净利润同比增长 216.3%至 0.53 亿元，扣非归母净利润同比增长 181.9%至 0.43 亿元。毛利率同比提升 2.9 个百分点至 61.5%，主要受高毛利自有及独家代理品牌占比提升带动；销售费用率同比上升 2.4 个百分点至 38.3%，主要因公司加大营销投入；管理/研发/财务费用率分别同比-3.7/-0.5/-0.5 百分点，规模效应下费用管控整体改善；此外，投资收益（主要由攀山鼠贡献，攀山鼠上半年收入+38%，净利润+25%）占比同比+0.6 个百分点至 3.4%。主要受毛利率提升及管理费用率下降带动，归母净利率同比提升 5.7 个百分点至 10.1%。营运与现金流方面，期末存货较年初下降 4.5%至 5.16 亿元，应收账款较年初下降 36.1%至 0.20 亿元，存货周转/应收周转天数分别同比-103/-6 天至 469/9 天；经营活动现金流净额同比大幅改善 355.9%至 0.45 亿元。

第二季度收入利润增长提速，盈利拐点连续三季兑现。第二季度公司收入同比增长 42.9%至 2.63 亿元（Q1：+36.0%），归母净利润同比增长 443.7%至 0.23 亿元（Q1：+141.9%）。单季毛利率同比提升 3.6 个百分点至 61.2%，销售费用率同比上升 4.5 个百分点至 42.4%，归母净利率同比提升 6.3 个百分点至 8.6%。公司自 25Q4 以来盈利拐点明确，25Q4-26Q1 连续两季度盈利超 3000 万，26Q2 作为户外鞋服行业淡季，公司依然实现 2000 万以上盈利。

自有与独家代理品牌共振，自有品牌 X-BIONIC 收入同增 55%。1) **分品牌看：**X-BIONIC 实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 54.7%，截至 6 月末全国布局 64 家线下门店；HOUDINI 实现收入 0.45 亿元，同比增长 11.5%，期末门店 43 家；CRISPI 实现收入 0.56 亿元，同比增长 22.9%；其他主要代理品牌实现收入 1.05 亿元，同比增长 70.9%。2) **分品类看：**服装/鞋袜/装备收入分别同比增长 45.4%/32.1%/27.9%至 3.25/1.30/0.52 亿元，服装和鞋袜毛利率分别同比提升 2.2/1.7 个百分点至 68.7%/56.7%，户外服务收入同比增长 28.7%至 0.20 亿元。3) **渠道与展望：**上半年公司新开 7 家门店、关闭 3 家低效门店，X-BIONIC 北京首创奥莱店、HOUDINI 北京首创奥莱店、三夫战术北京首创奥莱店等优质渠道落地；公司继续推进“关停低效、提质增效、门店结构转型、店铺品牌更迭”，下半年预计在产品矩阵完善、KOL 与自媒体投放、赛事团建及供应链协同下，品牌势能与渠道效率仍有提升空间。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好品牌矩阵放量下的业绩弹性。2026 上半年公司收入高增、盈利弹性显著释放，X-BIONIC 延续快速增长，HOUDINI、CRISPI 及其他代理品牌多点开花，同时规模效应带动管理费用率明显下行、经营现金流大幅改善；但公司仍处品牌投入期，销售费用率同比提升。我们预计随着优质门店结构优化、产品矩阵完善，公司下半年有望延续收入增长，利润弹性有望进一步兑现。长期来看，公司从户外渠道商向高端品牌运营商转型的路径已获业绩验证，若后续库存周转与现金流持续改善，估值与业绩有望形成正向循环。主要基于上半年 X-BIONIC 品牌增长、第二季度收入利润提速超出此前预期，我们上调盈利预测，预计 2026~2028 年净利润分别为 1.12/1.60/2.14 亿元（前值为 0.93/1.29/1.80 亿元），同比增长 109.1%/43.3%/33.7%。维持 17.1~18.8 元目标价，对应 2027 年 18~19x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

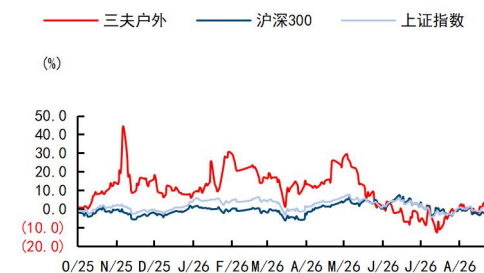
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	17.10 - 18.80 元
收盘价	13.68 元
总市值/流通市值	2262/1814 百万元
52 周最高价/最低价	19.20/11.20 元
近 3 个月日均成交额	71.19 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三夫户外 (002780.SZ) - 三十年户外基因沉淀，品牌运营转型迎来盈利拐点》——2026-06-11

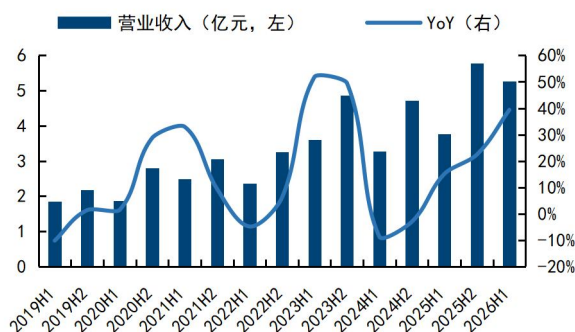
盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,284	1,645	2,037
(+/-%)	-5.5%	19.4%	34.4%	28.1%	23.9%
净利润(百万元)	-21	53	112	160	214
(+/-%)	-158.8%	348.2%	109.1%	43.3%	33.7%
每股收益(元)	-0.14	0.32	0.67	0.97	1.29
EBIT Margin	9.6%	13.0%	13.9%	14.9%	15.6%
净资产收益率(ROE)	-3.2%	6.8%	12.6%	15.7%	17.8%
市盈率(PE)	-100.3	42.4	20.3	14.1	10.6
EV/EBITDA	25.6	19.8	16.7	12.8	10.2
市净率(PB)	3.23	2.86	2.56	2.22	1.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

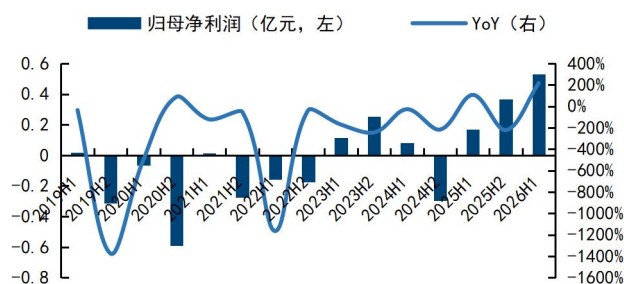
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



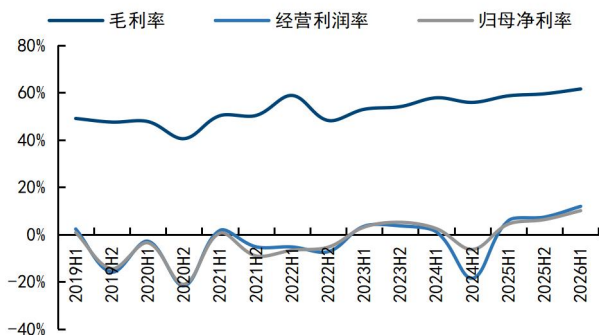
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



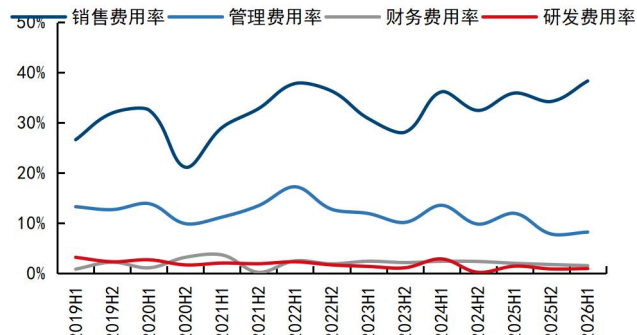
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



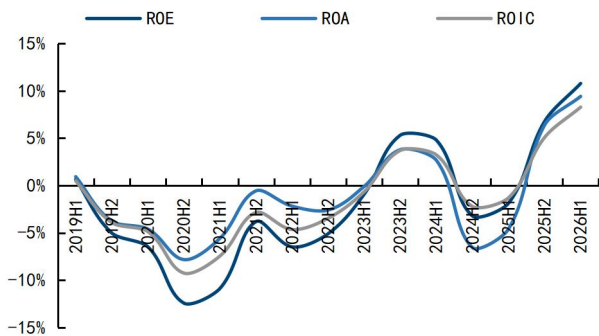
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



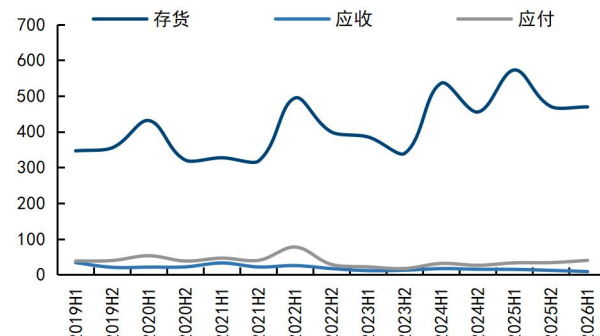
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司 ROE/ROA/ROIC



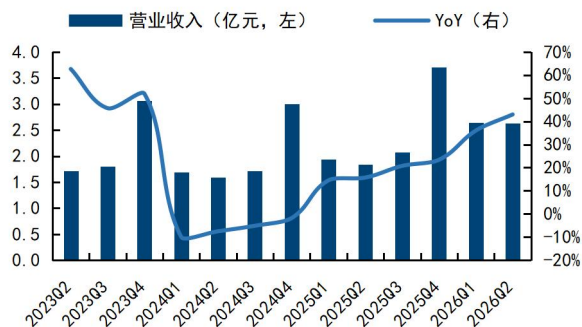
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



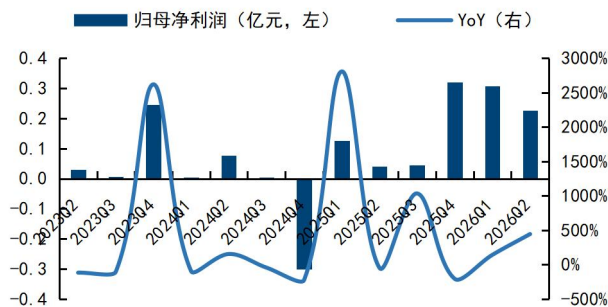
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



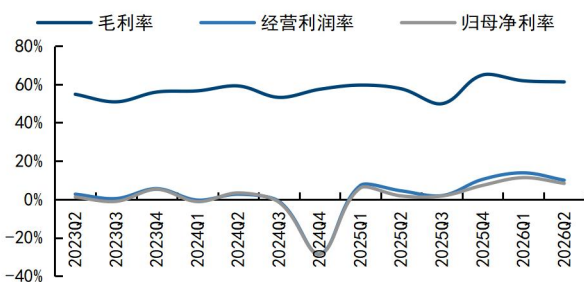
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



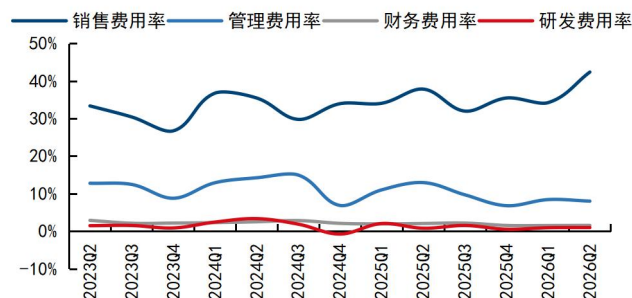
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



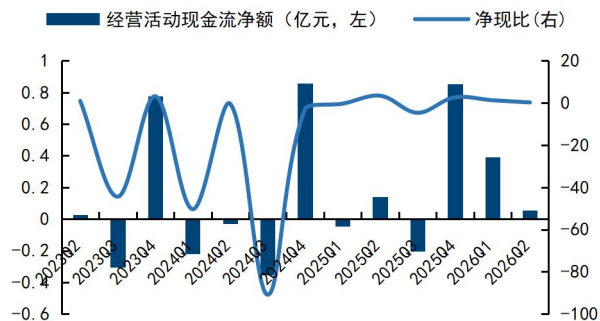
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



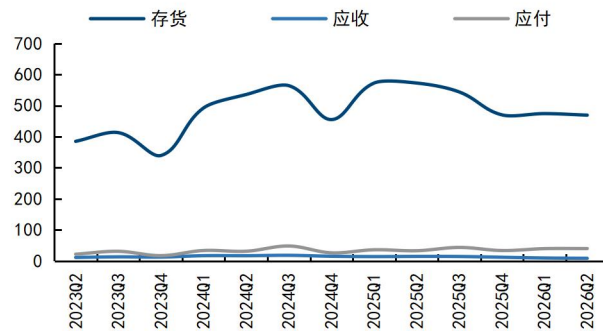
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营活动现金流净额及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 三夫户外业绩一图概览

	2023	2024	2025	2025H1	2025H2	2026H1	2026Q1	2026Q2
收入（百万元）	846	800	956	378	578	527	264	263
分渠道								
线上销售	326	348	476	178	299	277		
门店销售	417	282	290	126	164	153		
批发收入	-	80	110	54	56	74		
户外服务	72	56	61	15	46	20		
大客户销售	31	35	18	5	13	2		
分品牌								
X-BIONIC	215	290	394	140	254	217		
HOUDINI		64	109	41	68	45		
CRISPI	80	93	109	46	64	56		
其他主要代理品牌		121	153	59	94	105		
其他品牌	479	176	130	77	53	83		
收入YOY	51%	-5%	19%	15%	22%	39%	36%	43%
分渠道								
线上销售	69%	7%	37%	20%	49%	56%		
门店销售	45%	-32%	3%	-22%	36%	21%		
批发收入			39%	-	-	38%		
户外服务	30%	-22%	9%	3%	11%	29%		
大客户销售	22%	12%	-49%	0%	-57%	-52%		
分品牌								
X-BIONIC	69%	35%	36%	28%	41%	55%		
HOUDINI			69%	188%	36%	11%		
CRISPI	97%	17%	18%	16%	19%	23%		
其他主要代理品牌			27%	-2%	55%	80%		
其他品牌	41%	-63%	-26%	-15%	-39%	8%		
毛利率	53.6%	56.7%	59.2%	58.6%	59.5%	61.5%	61.8%	61.2%
线上销售	57%	64%	66%					
门店销售	60%	65%	60%					
批发收入			52%					
户外服务	16%	-7%	20%	2%	26%	13%		
大客户销售			25%					
费用率								
销售费用率	29%	34%	35%	36%	34%	38%	34%	42%
管理费用率	11%	11%	9%	12%	8%	8%	8%	8%
研发费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
财务费用率	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
其他经营收益率	-6%	-18%	-4%	-1%	-7%	0%	-2%	2%
资产减值损失	-6%	-19%	-6%	-4%	-8%	-5%	-5%	-5%
投资净收益	0%	2%	2%	3%	2%	3%	3%	4%
所得税率	28%	-1%	30%	35%	28%	17%	18%	17%
归母净利润（百万元）	37	-21	53	17	37	53	31	23
YOY	-210%	-159%	348%	106%	-223%	216%	142%	443%
归母净利率	4.3%	-2.7%	5.6%	4.5%	6.3%	10.1%	11.6%	8.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好品牌矩阵放量下的业绩弹性

2026 上半年公司收入高增、盈利弹性显著释放, X-BIONIC 延续快速增长, HOUDINI、CRISPI 及其他代理品牌多点开花, 同时规模效应带动管理费用率明显下行、经营现金流大幅改善; 但公司仍处品牌投入期, 销售费用率同比提升。我们预计随着优质门店结构优化、产品矩阵完善, 公司下半年有望延续收入增长, 利润弹性有望进一步兑现。长期来看, 公司从户外渠道商向高端品牌运营商转型的路径已获业绩验证, 若后续库存周转与现金流持续改善, 估值与业绩有望形成正向循环。

主要基于上半年 X-BIONIC 品牌增长、第二季度收入利润提速超出此前预期, 我们上调盈利预测, 预计 2026~2028 年净利润分别为 1.12/1.60/2.14 亿元 (前值为 0.93/1.29/1.80 亿元), 同比增长 109.1%/43.3%/33.7%。维持 17.1~18.8 元目标价, 对应 2027 年 18~19x PE, 维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,284	1,645	2,037
(+/-%)	-5.5%	19.4%	34.4%	28.1%	23.9%
净利润(百万元)	-21	53	112	160	214
(+/-%)	-158.8%	348.2%	109.1%	43.3%	33.7%
每股收益(元)	-0.14	0.32	0.67	0.97	1.29
EBIT Margin	9.6%	13.0%	13.9%	14.9%	15.6%
净资产收益率(ROE)	-3.2%	6.8%	12.6%	15.7%	17.8%
市盈率(PE)	-100.3	42.4	20.3	14.1	10.6
EV/EBITDA	25.6	19.8	16.7	12.8	10.2
市净率(PB)	3.23	2.86	2.56	2.22	1.88

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	2025A	2026E	2027E	PE	2025A	2026E	2027E	g	PEG	总市值人民币亿元
002780.SZ	三夫户外	优于大市	13.68	0.32	0.67	0.97	42.4	20.3	14.1	73.1%	0.19			23
2020.HK	安踏体育	优于大市	66.36	4.86	5.70	5.80	13.7	11.6	11.4	9.2%	1.24			1,872
2331.HK	李宁	优于大市	11.70	1.14	0.89	0.92	10.3	13.2	12.7	-9.8%	-1.29			305
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	24.47	0.96	1.31	1.64	25.4	18.7	15.0	30.2%	0.50			140

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 无评级公司为 wind 一致预期

风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	75	139	500	500	500	营业收入	800	956	1284	1645	2037
应收款项	53	50	79	99	118	营业成本	347	390	491	617	757
存货净额	479	540	589	652	696	营业税金及附加	4	7	9	12	15
其他流动资产	66	59	80	102	127	销售费用	272	333	488	625	774
流动资产合计	674	792	1253	1357	1445	管理费用	91	90	107	132	156
固定资产	112	106	375	601	827	研发费用	10	10	12	15	18
无形资产及其他	48	40	40	39	39	财务费用	19	18	19	25	31
投资性房地产	227	210	210	210	210	投资收益	16	20	36	48	61
长期股权投资	51	75	75	75	75	资产减值及公允价值变动	156	66	71	87	102
资产总计	1111	1224	1953	2283	2596	其他收入	(324)	(139)	(141)	(173)	(204)
短期借款及交易性金融负债	206	199	806	948	1032	营业利润	(84)	65	135	195	263
应付款项	51	45	53	75	86	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	92	126	154	195	245	利润总额	(84)	66	135	195	263
流动负债合计	349	370	1013	1218	1363	所得税费用	1	20	34	49	66
长期借款及应付债券	2	3	3	3	3	少数股东损益	(64)	(8)	(10)	(13)	(16)
其他长期负债	139	114	114	114	114	归属于母公司净利润	(21)	53	112	160	214
长期负债合计	141	117	117	117	117	现金流量表（百万元）					
负债合计	489	486	1129	1335	1479	净利润	(21)	53	112	160	214
少数股东权益	(45)	(52)	(61)	(72)	(86)	资产减值准备	105	(89)	(22)	26	30
股东权益	667	790	885	1021	1202	折旧摊销	27	15	25	36	48
负债和股东权益总计	1111	1224	1953	2283	2596	公允价值变动损失	(156)	(66)	(71)	(87)	(102)
关键财务与估值指标						财务费用	19	18	19	25	31
每股收益	(0.14)	0.32	0.67	0.97	1.29	营运资本变动	65	(120)	(85)	(15)	2
每股红利	0.04	0.05	0.10	0.15	0.19	其它	(190)	82	13	(37)	(44)
每股净资产	4.23	4.78	5.35	6.17	7.27	经营活动现金流	(170)	(125)	(28)	83	148
ROIC	11%	12%	12%	12%	13%	资本开支	(163)	21	(201)	(201)	(201)
ROE	-3%	7%	13%	16%	18%	其它投资现金流	16	(5)	0	0	0
毛利率	57%	59%	62%	62%	63%	投资活动现金流	(193)	(7)	(201)	(201)	(201)
EBIT Margin	10%	13%	14%	15%	16%	权益性融资	0	73	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	16%	17%	18%	负债净变化	(1)	1	0	0	0
收入增长	-5%	19%	34%	28%	24%	支付股利、利息	(7)	(8)	(17)	(24)	(32)
净利润增长率	-159%	348%	109%	43%	34%	其它融资现金流	340	136	607	142	85
资产负债率	40%	35%	55%	55%	54%	融资活动现金流	323	195	590	118	53
息率	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	现金净变动	(40)	63	361	0	0
P/E	(100.3)	42.4	20.3	14.1	10.6	货币资金的期初余额	115	75	139	500	500
P/B	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9	货币资金的期末余额	75	139	500	500	500
EV/EBITDA	25.6	19.8	16.7	12.8	10.2	企业自由现金流	7	2	(127)	5	88
						权益自由现金流	345	140	460	104	117

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032