

2024 年 08 月 29 日

Q2 净利环比改善，X-BIONIC 保持较快增长

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：	16.49/8.2
目标价格：		总市值(亿)	14.20
最新收盘价：	9.01	自由流通市值(亿)	11.77
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

公司 2024H1 收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 3.28/0.08/0.04/-0.25 亿元、同比下降 8.76%/27.93%/58.66%/459.09%。收入下滑主要由于攀山鼠出表，核心品牌 X 收入增长 39%，我们分析归母净利降幅高于收入主要由于组织架构调整带来销售、管理、研发费用率上升以及资产减值损失增加；非经主要为旅行鼠未实现的内部交易损益视同已实现（24H1/23H1 为 477/-万元）。经营性现金流为负主要由于存货和应收账款增加。

24Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 1.59/0.08/0.03/-0.03 亿元、同比增长-7.5%/154.0%/65.8%/转负，Q2 净利环比改善主要由于投资收益增加和确认递延所得税 0.05 亿元。

攀山鼠方面，公司与 Klättermusen AB 成立的合资公司完成相关注册手续，从 2024 年 1 月 1 日开始变更为公司联营企业，合并报表通过投资收益科目体现合资公司 40%的净利。

分析判断：

24H1 X 品牌增长 39%，快速拓展经销渠道。24H1 年户外用品/户外服务收入分别为 3.13/0.15 亿元，同比减少 6.19%/42.05%，其中其中 X-BIONIC 产品收入为 1.1 亿元、同比增长 39%；其他收入为 2.04 亿元，同比下降 20%，我们分析主要由于攀山鼠出表影响（23H 收入 4000 万元）。代理品牌 CRISPI 收入为 0.40 亿元，同比增长 34%。（1）线下门店业务收入为 1.61 亿元、同比下降 15.8%；截至 2024H1 末共 47 家零售店（其中旗舰店/标准店/精品店/商圈店/滑雪店分别 11/8/7/10/11 家）、上半年净关 4 家（X 品牌净关 2 家（融创雪场店、南京德基店和北京 SKP 店）至 20 家，但成功开出 X-BIONIC 沈阳万象城店、南京金陵 STYLE 品牌专区店以及西安绿蚂蚁、锦州绿营地、晋城华奥、丹东汇侨（品牌专卖店）等多家经销商店）、店数同比下降 7.8%，总面积为 2 万平方米，同比下降 9%，推算出半年坪效/店效为 0.80/342 万元，同比下降 7.4%/8.6%。2024H1 末门店会员总数 39.5 万人。（2）线上收入为 1.48 亿；24H1 第三方销售平台的交易额为 2.58 亿元，同比增长 12%，其中抖音端销售增速明显。（3）户外服务收入 0.15 亿元，同比下降 42%，24H1 公司松鼠部落累计接待游客 15.32 万人次，同比减少 58%。从子公司净利情况来看，上海悉乐（松鼠乐园）亏损 931 万元。

2024H1 毛利率提升而净利率下降主要由于期间费用率提升及资产价值损失增加。（1）2024H1 公司毛利率为 57.8%、同比增加 4.9PCT，其中户外产品毛利率分别为 61.36%，同比增加 5.6PCT；（2）2024H1 归母净利率为 2.5%、同比下降 0.7PCT。24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.1%/13.5%/2.9%/2.4%、同比增加 5.3/1.6/1.5/0PCT，销售费用率上升主要由于电商平台服务费增加，管理费用率上升主要由于职工薪酬增加，主要由于组织架构调整。其他+投资收益占比增加 2.5PCT 至 2.9%，主要由于攀山鼠变更为联营公司，通过投资收益体现利润；信用+资产减值损失占比增加 1.2PCT 至-4.0%；所得税占比下降 1.4PCT 至 0.1%。（3）24Q2 公司毛利率为 59.1%、同比增加 4.3PCT。24Q2 公司净利率为 4.9%、同比增加 3.1PCT。24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.3%/14.2%/3.3%/2.5%、同比增加 2.1/1.5/1.9/-0.4PCT。投资净收益占比增加 3.8PCT 至 3.9%；信用/资产减值损失占比同比增加 0.53/2.17PCT；所得税费用率同比下降 2.22PCT。

库存增加，存货周转天数大幅提升。2024H1 末公司存货为 4.27 亿元，同比增加 12.1%，存货周转天数为 536 天、同比增加 151 天。公司应收账款 0.27 亿元，同比增加 29.4%。应收账款周转天数为 17 天，同比增加 6 天。应付账款为 0.26 亿元，同比减少 2.1%，应付账款周转天数为同比增加 10 天。

投资建议

我们分析，（1）户外赛道仍是 24 年整体消费低迷背景下的成长赛道；（2）XBIONIC 计划下半年新开 8 家店，包括自营旗舰店 1 家、滑雪场专卖店 1 家以及经销商门店 6 家。（3）户外美学品牌 HOUDINI 也有望成为 X、攀山鼠、CRISPI 后的第四增长极。下调 24-26 年收入预测 10.82/13.39/16.23 亿元至 8.81/10.97/13.30 亿元；下调 24-26 年归母净利预测 0.55/0.78/1.0 亿元至 0.41/0.60/0.76 亿元，对应下调 24-26 年 EPS 预测为 0.35/0.49/0.64 元至 0.26/0.38/0.58 元，2024 年 8 月 29 日收盘价 9.01 元对应 24/25/26 年 PE 估值为 35/24/19X，维持“增持”评级。

风险提示

X-BIONIC 运营不及预期；松鼠乐园客流恢复不及预期；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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	562	846	881	1,097	1,330
YoY (%)	1.2%	50.5%	4.1%	24.6%	21.2%
归母净利润(百万元)	-33	37	41	60	76
YoY (%)	-25.9%	210.9%	12.1%	46.4%	26.5%
毛利率 (%)	52.7%	53.6%	54.1%	54.5%	54.9%
每股收益 (元)	-0.21	0.23	0.26	0.38	0.48
ROE (%)	-5.1%	5.3%	4.3%	5.9%	7.0%
市盈率	-58.70	52.93	34.68	23.69	18.73

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	846	881	1,097	1,330	净利润	23	43	62	79
YoY (%)	50.5%	4.1%	24.6%	21.2%	折旧和摊销	86	29	29	29
营业成本	393	404	499	600	营运资金变动	-110	-58	-147	-131
营业税金及附加	6	4	5	7	经营活动现金流	54	75	15	37
销售费用	248	255	338	438	资本开支	-22	-347	-364	-382
管理费用	92	88	99	120	投资	-30	0	0	0
研发费用	19	18	15	29	投资活动现金流	-55	-347	-364	-382
财务费用	10	13	16	15	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-48	-50	-53	-29	债务募资	276	98	352	327
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	-16	304	334	295
营业利润	31	57	83	105	现金净流量	-16	33	-15	-49
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	31	57	83	105	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	9	14	21	26	成长能力 (%)				
净利润	23	43	62	79	营业收入增长率	50.5%	4.1%	24.6%	21.2%
归属于母公司净利润	37	41	60	76	净利润增长率	210.9%	12.1%	46.4%	26.5%
YoY (%)	210.9%	12.1%	46.4%	26.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.23	0.26	0.38	0.48	毛利率	53.6%	54.1%	54.5%	54.9%
					净利率	2.7%	4.8%	5.7%	5.9%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	3.3%	2.8%	3.1%	3.2%
货币资金	115	148	133	84	净资产收益率 ROE	5.3%	4.3%	5.9%	7.0%
预付款项	53	54	67	80	偿债能力 (%)				
存货	397	409	505	607	流动比率	1.99	1.62	1.00	0.76
其他流动资产	92	95	110	125	速动比率	0.63	0.56	0.30	0.18
流动资产合计	657	706	815	896	现金比率	0.35	0.34	0.16	0.07
长期股权投资	5	5	5	5	资产负债率	36.0%	34.3%	46.2%	52.8%
固定资产	230	555	898	1,259	经营效率 (%)				
无形资产	55	47	39	31	总资产周转率	0.77	0.60	0.57	0.57
非流动资产合计	448	766	1,101	1,454	每股指标 (元)				
资产合计	1,105	1,472	1,916	2,350	每股收益	0.23	0.26	0.38	0.48
短期借款	179	277	630	956	每股净资产	4.37	6.01	6.39	6.88
应付账款及票据	23	23	29	35	每股经营现金流	0.34	0.48	0.09	0.24
其他流动负债	128	136	159	182	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	330	436	817	1,173	估值分析				
长期借款	3	3	3	3	PE	38.86	34.68	23.69	18.73
其他长期负债	65	65	65	65	PB	2.86	2.04	1.92	1.78
非流动负债合计	68	68	68	68					
负债合计	398	504	886	1,241					
股本	158	158	158	158					
少数股东权益	18	20	22	26					
股东权益合计	707	968	1,030	1,109					
负债和股东权益合计	1,105	1,472	1,916	2,350					

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。