

21Q1 收入延续高增长，已全面启动 X 运营

三夫户外(002780)

业绩回顾：20Q4 加速复苏，21Q1 延续高增态势

2020 年亏损主要受减值因素影响，Q4 收入已呈现加速增长态势。2020 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.67/-0.65/-0.67 亿元，同比增长 16.21%/-120.12%/-122.84%，剔除口罩业务收入增速为 5%。收入符合预期、净利低于预期，主要受资产减值损失和信用减值损失影响。20Q4 收入/归母净利/扣非归母净利为 1.91/-0.57/-0.54 亿元、同比增长 42.87%/-83.40%/-73.51%，收入增速较 20Q3 提升 37PCT，主要受益于疫情后户外需求复苏。2020 年公司每股派发现金红利 0.02 元（含税）。

21Q1 延续 20Q4 收入高增态势，业绩已转正。2021Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利为 1.29/0.02/0.02 亿元，同比增长 76.27%/116.20%/114.77%、较 19Q1 增长 60.79%/113.14%/119.03%。

X-BIONIC：2021 年为启动元年，21、22 年收入有望成倍增长

2020 年全年 X-BIONIC 贡献收入近 5000 万元，21Q1 收入超 1000 万元。目前 X-BIONIC 的设计师团队已组建完毕，2021 年秋冬季自研中外层新品将全线上市。2021 年 X-BIONIC 产品收入目标为 1.5 亿元，2022 年收入目标是 4.5 亿元，2020-2022 年收入年复合增长率有望达 3 倍。

5 月 X-BIONIC 品牌与知名面料商 GORE-TEX 签署了《品牌授权使用合作协议》。此次合作的意义一方面在于 GORE-TEX 将对 X-BIONIC 进行品牌赋能，另一方面将助力 X-BIONIC 迅速拓展功能性中层和外层产品。2021 年秋冬季，X-BIONIC 品牌将会使用 GORE-TEX 材料及商标，推出风衣、夹克、羽绒服、棉服、滑雪服等高端时尚的户外运动和休闲商务服饰，丰富中外层产品宽度。目前内层销售占比较高，但随着中外层的拓展，市场成熟后中外层销售占比有望提升至 80%。

投资建议

展望未来，1) 主业线下改造店铺逐步成熟、新店拓展加速、店效正在逐步提升，我们预计 2021 年公司将开设 4-5 家多品牌旗舰店，4-6 家滑雪店，另开设 2-3 家奥莱店；2) X-BIONIC 运营计划 2021 年逐步开始落地，公司将在高端商场购物中心开设 5 家 X-BIONIC 品牌店，在三夫户外连锁店中建设 10 个 X-BIONIC 品牌专区，X-BIONIC 有望贡献新增量，同时作为高端科技自主品牌、毛利率高于代理品牌，有望带动公司整体毛利率提升；3) 国内疫情快速得到控制、叠加新开乐园贡献增量，松鼠乐园项目 2021 年有望在低基数下实现复苏。维持 2021/2022 年 EPS 分别为 0.21/0.39 元，新增 23 年 EPS 为 0.52 元，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。

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	15.7
股票代码:	002780
52 周最高价/最低价:	21.92/13.52
总市值(亿)	22.82
自由流通市值(亿)	17.06
自由流通股数(百万)	108.66



分析师：唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话:

研究助理：朱宇昊

邮箱: zhuyh@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

相关研究

1. 【华西纺服】三夫户外：发力 X-BIONIC，高端科技户外品牌再下一城

2020.12.22

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	402	467	578	718	847
YoY (%)	-4.3%	16.2%	23.7%	24.2%	17.8%
归母净利润(百万元)	-30	-65	30	56	75
YoY (%)	-691.3%	-120.1%	145.6%	89.1%	32.9%
毛利率 (%)	48.2%	43.4%	48.6%	49.5%	50.4%
每股收益 (元)	-0.20	-0.45	0.21	0.39	0.52
ROE	-5.0%	-12.4%	3.7%	6.6%	8.0%
市盈率	-74.02	-33.63	73.70	38.98	29.34

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 业绩回顾：20Q4 加速复苏，21Q1 延续高增态势	4
2. X-BIONIC：2021 年为启动元年，21、22 年收入有望成倍增长	6
3. 投资建议	7
4. 风险提示	7

图表目录

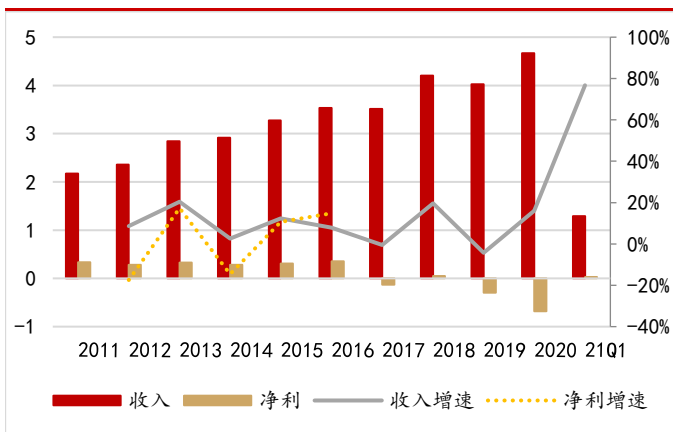
图 1 历年收入、净利及增速（亿元）	4
图 2 历年渠道数及增速	4
图 3 历年三夫户外门店结构	4
图 4 三夫户外历年店效（万元）	4
图 5 自建平台（公司官网）及第三方平台线上交易额	5
图 6 线上收入、增速及占比（亿元）	5
图 7 毛利率和净利率	6
图 8 历年存货及存货周转天数（亿元，天）	6
表 1 X-BIONIC 售价	7

1. 业绩回顾：20Q4 加速复苏，21Q1 延续高增态势

2020 年亏损主要受减值因素影响，Q4 收入已呈现加速增长态势。2020 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.67/-0.65/-0.67 亿元，同比增长 16.21%/-120.12%/-122.84%，剔除口罩业务收入增速为 5%。收入符合预期、净利低于预期，主要受资产减值损失和信用减值损失影响。2020Q4 收入/归母净利/扣非归母净利为 1.91/-0.57/-0.54 亿元、同比增长 42.87%/-83.40%/-73.51%，收入增速较 20Q3 提升 37PCT，主要受益于疫情后户外需求复苏。2020 年公司每股派发现金红利 0.02 元（含税）。

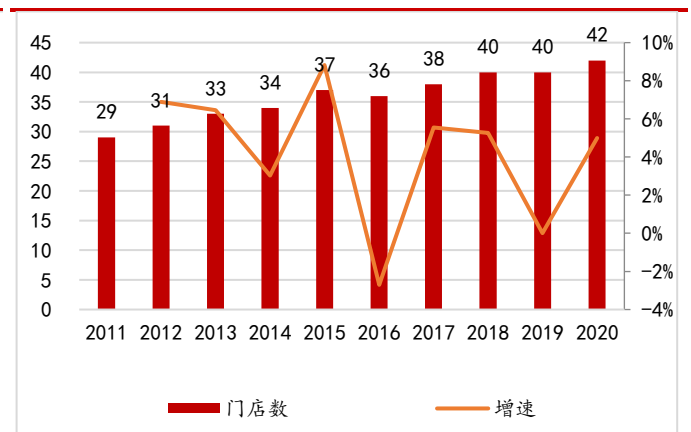
21Q1 延续 20Q4 收入高增态势，业绩已转正。2021Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利为 1.29/0.02/0.02 亿元，同比增长 76.27%/116.20%/114.77%、较 19Q1 增长 60.79%/113.14%/119.03%。

图 1 历年收入、净利及增速（亿元）



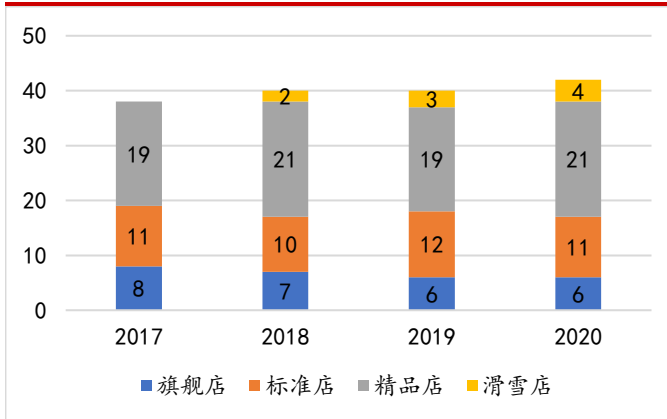
资料来源：公司公告，华西证券研究所。

图 2 历年渠道数及增速



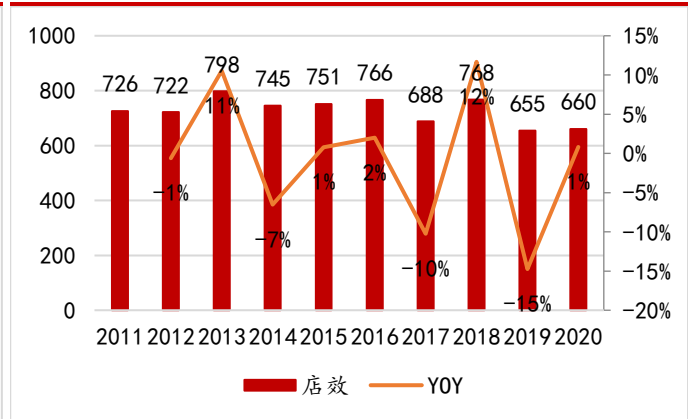
资料来源：公司公告，华西证券研究所。

图 3 历年三夫户外门店结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所。

图 4 三夫户外历年店效（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所。

拆分来看，(1) 2020 年公司户外用品收入 3.76 亿元、同比增长 10.48%：

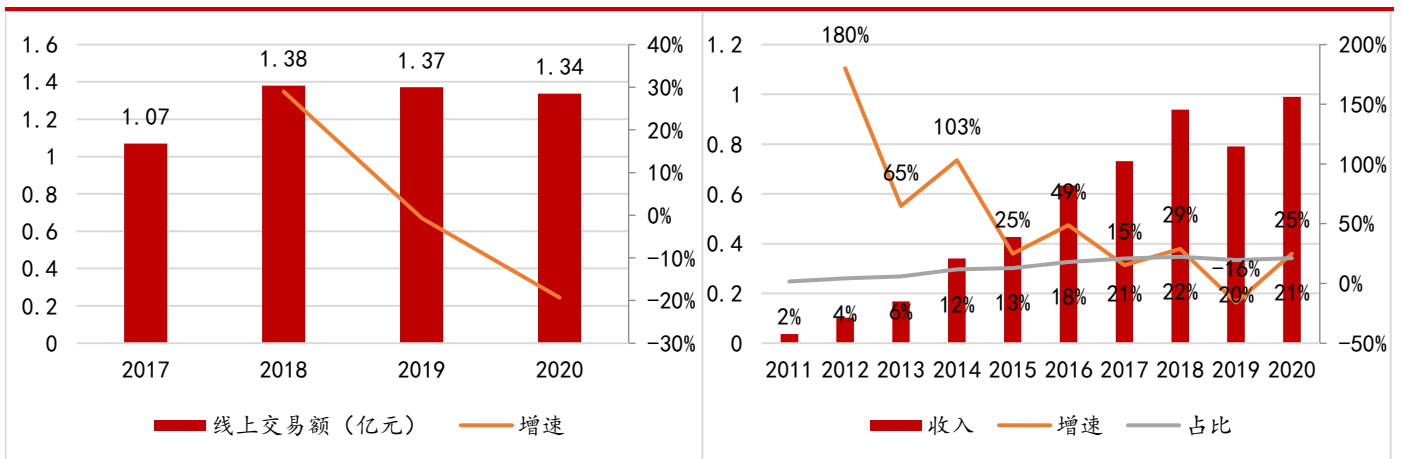
a) 分渠道看，线上、大客户快速增长，线下收入个位数下降，线上/线下门店/大客户收入分别为 0.99/2.18/0.59 亿元、同比增长 25%/-5%/87%，其中，2020 年公司线下门店净开 3 家至 42 家，我们推算 2020 年店效为 660 万元、同比增长 1%，主要来自大客户收入增长贡献（线下门店和大客户合并为线下收入）。

2020 年公司依托微商城平台，加大线上社群营销力度，线上取得较高增速，三夫官方微商城全年度访客累计 82 万人次，下单 35 万人次，成交 4.6 万笔，月均下单支付转化率 85%；2020 年自建平台及第三方销售平台的交易额达 1.34 亿元，其中自建销售平台（公司官网）注册用户数量达 18.60 万，其中交易用户人均消费为 1,234 元。

b) 分品类看，服装、鞋袜收入双位数增长，装备受疫情影响较大同比个位数下降，服装/鞋袜/装备收入分别为 2.52/0.74/0.50 亿元、同比增长 13.59%/15.76%/-8.35%；

c) 分量价看，服装量价齐升、装备销量下降较多，服装量/价同比增加 9%/4%，鞋袜量/价同比增加 24%/-7%，装备量/价同比增加-31%/32%。

图 5 自建平台（公司官网）及第三方平台线上交易额 图 6 线上收入、增速及占比（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所。线上收入由户外用品收入-线下门店收入-大客户收入估算所得。

(2) 户外服务受疫情影响较大。2020 年户外服务实现收入 0.48 亿元、同比下降 22.74%。其中，“松鼠部落”亲子户外乐园目前分布在成都、武汉、郑州三地，2020 年客流和经营受疫情影响较大，总客流约 43 万人次；随着疫情好转，松鼠乐园人流快速恢复，2021 年 1-4 月份客流为 24 万人次，5 月份劳动节假期期间客流达到 7 万人次。2021 年公司在南京的松鼠乐园将开业，有望带来新增量。

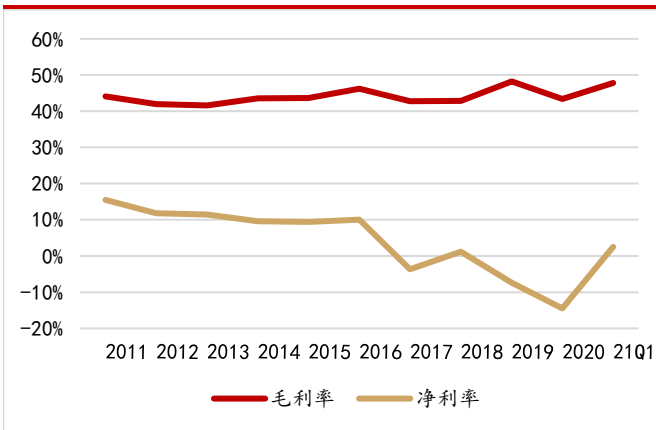
(3) 响应国家号召，2020 年新增口罩生产业务，实现收入 0.44 亿元。

2020 年毛利率小幅下降，21Q1 尚未恢复疫情前水平。2020 年毛利率为 43.43%、同比下降 4.81PCT；21Q1 毛利率为 47.78%、同比增长 8.91PCT、较 19Q1 下降 2.06PCT。我们判断随着 X-BIONIC 运营计划在 2021 年逐步落地，高毛利率的高端科技自主品牌 X-BIONIC 收入占比有望逐步提升、带动公司整体毛利率提升。2020 年公司自有品牌（不包括 X-BIONIC）收入为 3,515 万元、收入占比为 7.52%，2021 年随着 X-BIONIC 的发力，自有品牌占比有望提升至 20%-40%。

2020 年净利率为 14.48%、同比下降 7.17PCT，主要由于资产减值损失和信用减值损失加大。2020 年公司资产减值损失/信用减值损失分别为 6177/1176 万元，同比

增长 110%/401%。资产减值损失中，存货/商誉/固定资产/长期股权投资减值损失分别为 1837/1824/1644/871 万元，商誉减值损失来自上海悉乐，固定资产减值损失来自上海悉乐的亲子乐园游乐设施计提的减值准备 892.33 万元，以及口罩售价降低对口罩生产机器设备计提减值准备 751.73 万元，长期股权投资减值来自联营公司宿迁三夫金鼎投资的古德菲力健康科技有限公司、期末宿迁三夫金鼎余额为 78 万元。此外 2020 年财务费用有所增长，主要由于利息收入减少。公司 2020 年费用率有所改善，销售/管理费用率分别为 25.69%/11.48%，同比下降 3.79/1.46PCT。

图 7 毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 历年存货及存货周转天数（亿元，天）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

21Q1 净利率恢复疫情前水平，主要得益于管理和研发费用下降。21Q1 净利率为 2.55%、同比提升 22.62PCT、较 19Q1 提升 0.6PCT，21Q1 管理/研发费用率分别为 10.19%/1.95%、同比下降 4.27/1.73PCT。

2. X-BIONIC：2021 年为启动元年，21、22 年收入有望成倍增长

2020 年 8 月，公司收购“X-BIONIC”、“X-SOCKS”两个核心商标以及 34 个相关商标和 25 项专利、4 项专有技术等 IP 所有权。2020 年全年 X-BIONIC 贡献收入近 5000 万元，21Q1 收入超 1000 万元。

目前 X-BIONIC 的设计师团队已组建完毕，2021 年秋冬季自研中外层新品将全线上市，加上其原有的功能性内衣和袜子，X-BIONIC 品牌将会变成一个拥有完整产品系列的产品品牌。

X-BIONIC 的产品定位是黑科技运动奢侈品牌，重视设计、研发、面料。在设计上，公司目前有 7 位设计师，此外配置有版型师、工艺师，材料开发人员、品控人员、版房操作人员等产品开发人员，通过和瑞士总部设计团队，以及和欧洲设计工作室、国内设计工作室共同合作，开发各项户外运动产品。在研发上，X-BIONIC 拥有仿生科技和恒温技术，明年将推出耐磨产品，用于自行车户外活动，能实现在高速行驶下摔倒后衣服划不破。在面料上，X-BIONIC 和国际知名材料商合作共同研发和生产产品，包括 Pertex、Schoeller、Polartec 等。此外，5 月公司发布公告 X-BIONIC 品牌与知名面料商 GORE-TEX 签署了《品牌授权使用合作协议》。GORE-TEX 品牌深耕于户外领域，戈尔特斯 (GORE-TEX) 面料曾被美国财富杂志 (Fortune) 选为世界上最好的一百种美国产

品之一，被誉为“世纪之布”。此次合作一方面 GORE-TEX 将对 X-BIONIC 进行品牌赋能，另一方面将助力 X-BIONIC 迅速拓展功能性中层和外层产品。2021 年秋冬季，X-BIONIC 品牌将会使用 GORE-TEX 材料及商标，推出风衣、夹克、羽绒服、棉服、滑雪服等高端时尚的户外运动和休闲商务服饰，丰富中外层产品宽度。目前内层销售占比较高，但随着中外层的推广拓展，待市场成熟后，中外层销售占比有望提升至 80%。

表 1 X-BIONIC 售价

系列	价格
滑雪-聚能加强控温内衣系列	一套上衣与裤子售价约在 3,400-4,000 元
跑步基础款-优能速跑系列	一套上衣与裤子售价约在 1,000 元左右
跑步专业系列	一套上衣与裤子售价约在 2,100 元左右
中欧联合研发款中层	3,000-5,000 元左右
外层（包括羽绒服）	4,000-15,000 元左右

资料来源：公开资料，华西证券研究所

在品牌宣传上，2020 年 X-BIONIC 冬季主推了滑雪产品，在滑雪圈进行了品牌输出，近期主要在商学院戈壁挑战赛进行推广。戈壁挑战赛在商学院圈内非常有影响、涉及到几十万商学院人群。2020 年，中欧商学院自己选择 X-BIONIC 爱国者系列作为参赛服装并获得第一名，X-BIONIC 产品的性能在商学院圈内被广泛认知。此外，公司还将通过产品代言、流量网红、社交媒体等各种方式来进行品牌营销。

在销售渠道建设上，X-BIONIC 产品的销售渠道主要分为三种：1) 网络销售，公司已经在京东、天猫电商平台开设了旗舰店，2020 年销售额是 2,000 万元，2021 年有望超 6,000 万元。2) 三夫自有渠道，公司 2021 年会在 10 家较大的三夫户外店内设立 X-BIONIC 品牌销售专区。3) 高端商场、购物中心渠道，例如北京 SKP、南京德基等，公司目前已入驻北京 SKP，坪效为楼层前两名。

2021 年为 X-BIONIC 启动元年。2021 年 X-BIONIC 产品收入目标为 1.5 亿元（其中线上 6000 万元），2022 年收入目标是 4.5 亿元，2020-2022 年收入年复合增长率有望达 3 倍。

3. 投资建议

展望未来，1) 主业线下改造店铺逐步成熟、新店拓展加速、店效正在逐步提升，我们预计 2021 年公司将开设 4-5 家多品牌旗舰店，4-6 家滑雪店，另开设 2-3 家奥莱店；2) X-BIONIC 运营计划 2021 年逐步开始落地，公司将在高端商场购物中心开设 5 家 X-BIONIC 品牌店，在三夫户外连锁店中建设 10 个 X-BIONIC 品牌专区，X-BIONIC 有望贡献新增量，同时作为高端科技自主品牌、毛利率高于代理品牌，有望带动公司整体毛利率提升；3) 国内疫情快速得到控制、叠加新乐园贡献增量，松鼠乐园项目 2021 年有望在低基数下实现复苏。维持 2021/2022 年 EPS 分别为 0.21/0.39 元，新增 23 年 EPS 为 0.52 元，维持“增持”评级。

4. 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。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	467	578	718	847	净利润	-68	31	59	78
YoY(%)	16.2%	23.7%	24.2%	17.8%	折旧和摊销	21	16	16	16
营业成本	264	297	363	420	营运资金变动	-53	-66	-82	-79
营业税金及附加	3	3	4	4	经营活动现金流	-25	18	21	50
销售费用	120	145	176	203	资本开支	-133	-136	-142	-149
管理费用	54	55	68	80	投资	-10	0	0	0
财务费用	11	0	0	3	投资活动现金流	-141	-136	-142	-149
资产减值损失	-62	-34	-26	-29	股权募资	7	29	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	143	-117	112	114
营业利润	-66	42	78	104	筹资活动现金流	12	128	109	108
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-154	10	-12	9
利润总额	-66	41	78	104	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	2	10	20	26	成长能力				
净利润	-68	31	59	78	营业收入增长率	16.2%	23.7%	24.2%	17.8%
归属于母公司净利润	-65	30	56	75	净利润增长率	-120.1%	145.6%	89.1%	32.9%
YoY(%)	-120.1%	145.6%	89.1%	32.9%	盈利能力				
每股收益	-0.45	0.21	0.39	0.52	毛利率	43.4%	48.6%	49.5%	50.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	-14.5%	5.4%	8.2%	9.2%
货币资金	146	156	144	153	总资产收益率 ROA	-8.2%	3.1%	4.8%	5.4%
预付款项	20	23	28	32	净资产收益率 ROE	-12.4%	3.7%	6.6%	8.0%
存货	241	271	331	382	偿债能力				
其他流动资产	85	94	109	123	流动比率	2.14	4.43	2.37	1.76
流动资产合计	492	544	612	691	速动比率	1.00	2.04	0.98	0.70
长期股权投资	7	7	7	7	现金比率	0.63	1.27	0.56	0.39
固定资产	225	345	473	607	资产负债率	30.9%	14.5%	23.7%	29.7%
无形资产	3	2	1	0	经营效率				
非流动资产合计	308	428	554	687	总资产周转率	0.58	0.59	0.62	0.61
资产合计	800	972	1,166	1,378	每股指标 (元)				
短期借款	117	0	112	227	每股收益	-0.45	0.21	0.39	0.52
应付账款及票据	34	38	47	54	每股净资产	3.62	5.53	5.92	6.43
其他流动负债	79	85	100	112	每股经营现金流	-0.17	0.12	0.15	0.34
流动负债合计	229	123	258	392	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	18	18	18	18	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	-33.63	73.70	38.98	29.34
非流动负债合计	18	18	18	18	PB	5.49	2.74	2.56	2.35
负债合计	247	141	276	410					
股本	145	174	174	174					
少数股东权益	26	28	30	33					
股东权益合计	553	831	890	968					
负债和股东权益合计	800	972	1,166	1,378					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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跨部门、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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。