

费用持续投入，X-BIONIC 品牌未来可期

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:	22.0/10.09
目标价格:		总市值(亿)	17.76
最新收盘价:	11.27	自由流通市值(亿)	14.72
		自由流通股数(百万)	130.65

事件概述

2022H 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.37/-0.16/-0.19 亿元、同比下降 4.84%/1165.12%/1561.58%，其中 2022Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.06/-0.18/0.2 亿元、同比下降 12.09%/2428.47%/2158.47%，业绩低于预期。

公司 7 月 1 日公告与北庄旅游签订《营地合作协议》，合作寒舍·SANFO HOOD 轻奢露营地项目，有利于加快公司营地及露营相关市场布局、带来新的利润增长点。

分析判断:

主业及松鼠乐园拖累，线上高速增长。2022H 年户外用品/户外服务/口罩收入分别为 2.19/0.17/0.04 亿元、同比增长 5.49%/-47.59%/-94.87%。户外用品业务增长主要来自电商收入增长贡献：（1）2022H 年门店业务收入为 1.16 亿元、同比下降 6.81%；截至 2022H 年末共 47 家零售店（其中旗舰店/标准店/精品店/品牌店/滑雪店分别 8/13/15/4/7 家）、22 年净开店 1 家，店数同比增长 15%，推算同店下降 19%；从面积看，总店铺面积约 2.6 万平米、同比上升 8%，从而推出平效同比下降 14%。（2）线上：自建平台及第三方销售平台的交易额为 1.38 亿元，同比增长 41.4%。线上三夫户外微商城累计浏览量 800 万次、访客 17 万次、成交额 854.26 万元，三夫户外抖音专营店上半年累计访客数 35 万人次，成交金额 608.72 万元，CRISPI 官方旗舰店 2022 年 4 月正式运营，3 个月实现 140 万元成交额。线上自营天猫 Klattermusen 旅行鼠专卖店 618 期间增长 1,300%+；德国专业运动手套品牌 Reusch 销售同比增长 40%；专业户外背包 MYSTERY RANCH（神秘农场）、户外鞋靴 DANNER、LA SPORTIVA、Lizard、运动眼镜 Julbo 等公司代理的品牌发展稳定。（3）户外服务大幅下降，主要由于华东地区疫情反弹，户外亲子乐园、赛事、团建等业务受到延期、闭园、限流影响，收入大幅减少，公司乐园、团建、赛事业务分别收入 0.14/0.02/0.0003 亿元，同比下降 26%/62%/99%。2022H 公司松鼠部落累计接待游客 26.29 万人次、同比下降 30.60%。

自有品牌快速增长，XBIONIC 保持高增速。2022H 年公司自有品牌收入为 0.64 亿元、占比提高 11.53pct 至 29.11%，同比增长 74.7%；其中服装/鞋袜/装备类收入为 0.58/0.03/0.02 亿元、同比增长 79.85%/60.60%/-1.78%、占比分别为 91.65%/5.61%/2.74%；其中 X-BIONIC 产品收入为 5,226 万元、同比增长 118%。

毛利率大幅改善，亏损主要来自户外服务及 X 品牌加大投入。2022H 年公司毛利率为 58.80%、同比增加 8.54PCT，其中 Q2 毛利率 53.94%，同比提升 1.04pct。主要来自户外服装、装备毛利率大幅提升：2022H 年户外服装/户外鞋袜/户外装备毛利率分别为 65.84%/58.84%/55.08%，同比增加 13/6.6/10.7PCT，户外服装、鞋袜、装备毛利率上涨主要由于公司自有品牌增长带来的贡献。2022H 年净利率为-7.41%、同比下降 8.61PCT，其中 Q2 净利率-18.5%，亏损主要来自户外亲子乐园、赛事、团建业务，因为疫情无法正常开展亏损达 948.83 万元，同时叠加 X 品牌加大投入。2022H 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.80%/17.23%/2.29%/2.48%、同比增长 8.78%/6.04%/0.25%/-1.18PCT，其中管理费用增加主要由于 X-BIONIC 品牌无形资产摊销、员工薪酬增长。资产减值损失/收入为 5.29%、同比增长 3.74PCT，主要由于存货跌价损失及合同履行成本减值损失增加。所得税/收入占比为 2.25%、同比增长 1.68PCT，主要由于部分子公司利润同比增加。

库存处于高位，周转天数大幅上升。2022H 年公司存货为 2.9 亿元，同比增长 38.7%、环比减少 17.55%，存货周转天数为 494 天、同比增加 167 天。公司应收账款为 0.38 亿元、同比减少 28.59%，平均应收账款周转天数为

25.32 天、同比减少 7.32 天。

投资建议

我们分析，（1）露营行业火爆，公司装备收入占比从 20%提升至 40%以上，保持了 200%以上增速；公司三夫 hood 营地运营业务也有望逐步贡献收入；（2）X-BIONIC 将作为公司的核心业务重点发展，未来有望保持高速增长；（3）公司收购贵州鹰极，打造“松鼠部落亲子户外乐园+三夫小勇士+鹰极安全教育基地”综合素质教育 IP 建设，国内疫情缓和后，松鼠乐园项目有望迎来收入快速增长。但考虑疫情影响及 X 品牌加大投入，下调 2022 年收入预测从 6.77 亿元至 6.08 亿元，将 23-24 年收入预测从 9.4/11.46 亿元上调至 9.52/11.62 亿元，将 22 年归母净利预测从 0.3 亿元下调至 0.2 亿元，将 23-24 年归母净利预测从 0.6/0.71 亿元上调至 0.7/0.83 亿元，对应将 22 年 EPS 预测从 0.19 元下调至 0.13 元，23-24 年 EPS 由 0.38/0.45 元上调至 0.44/0.53 元，2022 年 9 月 5 日收盘价 11.27 元对应 22/23/24 年 PE 估值为 89/25/21X，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	467	556	608	952	1,162
YoY (%)	16.2%	18.8%	9.4%	56.7%	22.0%
归母净利润(百万元)	-65	-26	20	70	83
YoY (%)	-120.1%	60.0%	176.5%	249.6%	19.0%
毛利率 (%)	43.4%	50.3%	52.5%	53.5%	54.3%
每股收益 (元)	-0.42	-0.17	0.13	0.44	0.53
ROE (%)	-12.4%	-3.8%	2.1%	6.8%	7.5%
市盈率	-27.13	-67.87	88.66	25.36	21.31

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	556	608	952	1,162	净利润	-25	21	73	87
YoY (%)	18.8%	9.4%	56.7%	22.0%	折旧和摊销	58	22	22	22
营业成本	276	289	443	531	营运资金变动	-44	-51	-157	-104
营业税金及附加	4	3	5	6	经营活动现金流	31	30	-25	55
销售费用	173	191	278	346	资本开支	-84	-316	-328	-341
管理费用	69	58	90	112	投资	-110	0	0	0
研发费用	10	2	8	18	投资活动现金流	-151	-316	-328	-341
财务费用	11	9	14	17	股权募资	189	29	0	0
资产减值损失	-21	-34	-26	-29	债务募资	102	98	352	327
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	114	341	341	306
营业利润	-11	28	97	116	现金净流量	-6	55	-11	20
营业外收支	-2	0	0	0					
利润总额	-13	28	97	116	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	12	7	24	29	成长能力 (%)				
净利润	-25	21	73	87	营业收入增长率	18.8%	9.4%	56.7%	22.0%
归属于母公司净利润	-26	20	70	83	净利润增长率	60.0%	176.5%	249.6%	19.0%
YoY (%)	60.0%	176.5%	249.6%	19.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	-0.17	0.13	0.44	0.53	毛利率	50.3%	52.5%	53.5%	54.3%
					净利率	-4.5%	3.4%	7.7%	7.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	-2.6%	1.5%	3.8%	3.6%
货币资金	95	150	139	159	净资产收益率 ROE	-3.8%	2.1%	6.8%	7.5%
预付款项	29	30	47	56	偿债能力 (%)				
存货	246	258	395	474	流动比率	2.48	1.95	1.10	0.85
其他流动资产	183	190	217	234	速动比率	1.25	1.05	0.49	0.36
流动资产合计	554	628	798	923	现金比率	0.43	0.47	0.19	0.15
长期股权投资	7	7	7	7	资产负债率	29.2%	28.6%	43.0%	50.2%
固定资产	254	479	716	966	经营效率 (%)				
无形资产	72	140	209	278	总资产周转率	0.55	0.44	0.51	0.51
非流动资产合计	457	751	1,057	1,375	每股指标 (元)				
资产合计	1,011	1,379	1,855	2,298	每股收益	-0.17	0.13	0.44	0.53
短期借款	84	182	534	861	每股净资产	4.35	6.04	6.49	7.02
应付账款及票据	27	29	44	53	每股经营现金流	0.20	0.19	-0.16	0.35
其他流动负债	112	112	148	168	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	223	323	726	1,082	估值分析				
长期借款	2	2	2	2	PE	-67.87	88.66	25.36	21.31
其他长期负债	70	70	70	70	PB	4.55	1.86	1.74	1.61
非流动负债合计	72	72	72	72					
负债合计	295	395	798	1,154					
股本	158	187	187	187					
少数股东权益	31	32	35	38					
股东权益合计	716	984	1,057	1,144					
负债和股东权益合计	1,011	1,379	1,855	2,298					

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。

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。

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。