

2022年04月29日

# 自有品牌占比提升，期待疫情后的 XBIONIC 加速发展

## 三夫户外 (002780.SZ)

评级:	买入	股票代码:	002780
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	22.65/10.09
目标价格:		总市值(亿)	17.16
最新收盘价:	10.89	自由流通市值(亿)	14.23
		自由流通股数(百万)	130.65

### 事件概述

2021 年公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.56/-0.26/-0.26 亿元、同比增长 18.83%/60.02%/60.58%。剔除口罩业务收入同比增长 28.71%。2022Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 1.31/0.02/0.01 亿元、同比增长 1.93%/8.92%/-45.76%。业绩低于预期。

### 分析判断:

**X 品牌发力下，自有品牌占比达到 25%。**2021 年户外用品/户外服务/口罩收入分别为 4.81/0.64/0.09 亿元、同比增长 28%/35%/-77%。户外用品业务快速增长主要来自门店和电商收入增长：（1）2021 年门店业务收入为 2.82 亿元、同比增长 29%；截至 2021 年末共 48 家零售店（其中旗舰店/标准店/精品店/品牌店/滑雪店分别 8/13/17/4/6 家）、21 年开店 6 家，店数同比增长 14%，推算同店增长 13%；从面积看，总店铺面积约为 2.1 万平米、同比上升 24%，从而推出平效同比增长 4.72%。（2）自建平台及第三方销售平台的交易额为 22,190 万元、同比增长 66%，2021 年交易用户人均消费达 270.25 元，拆分来看量/价分别贡献 655%/-78%，主要由于官网销售减少，截至 21 年底官网注册用户数量为 18.63 万、较 20 年末增加 0.16%。（3）户外服务快速增长主要由于公司在防疫要求基础上稳健经营，但下半年疫情反复和郑州洪灾等导致停业及客流下降，2021 年全年公司松鼠乐园累计接待游客 60.88 万人次，同比增长 40%。

**XBIONIC 收入大幅增长。**2021 年公司自有品牌收入为 1.2 亿元、占比达 25.22%，由于疫情影响低于年初规划的 1.5 亿元；其中服装/鞋袜/装备类收入占比分别为 90%/6%/4%、同比增长 235%/3271%/101%；其中 X-BIONIC 产品收入为 9,265 万元、同比增长 130%。

**费用投入加大。**2021 年公司毛利率为 50.30%、同比增加 6.87PCT、较 19 年提高 2.06PCT，主要来自户外产品毛利率大幅提升：2021 年户外产品/户外服务毛利率分别为 52.73%/36.35%，同比增加 7.4/6.2PCT，户外产品毛利率大幅上涨主要由于得益于国内疫情缓解。2021 年净利率为-25.23%、同比增长 62.73PCT，亏损主要来自 X 品牌加大投入：2021 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 31.11%/14.42%/1.75%/1.97%、同比增加 5.19/0.86/-0.6/-0.11PCT，销售和管理费用增加主要由于公司品牌营销投入及 X-BIONIC 相关无形资产摊销及职工薪酬增加。其他收益为 0.01 亿元、同比下降 50.89PCT，主要由于政府补助减少。

**存货提升。**2022Q1 公司存货为 2.53 亿元、环比提升 3%，存货周转天数为 317.80 天、同比减少 2.57 天、较 19 年减少 37.13 天。公司应收账款为 0.29 亿元、同比减少 1.50%，平均应收账款周转天数为 21.41 天、同比减少 0.28 天。

### 投资建议

我们分析，（1）我们预计 X 品牌在拓店和加大营销后，仍有望维持翻倍以上增长，今年新开旗舰店 1-2 家、专营店 4-6 家、集合店改造 15 家，考虑疫情影响，预计收入有望达到 2-2.5 亿元；（2）自有品牌占比提升，带来利润结构改善；（3）公司收购贵州鹰极，未来有望打造“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，在国内疫情快速得到控制情况下，松鼠乐园项目 2022 年有望在低基数

下实现复苏。考虑疫情影响，将 2022 年收入预测从 7.18 亿元下调至 6.77 亿元，考虑到 23 年 X 品牌加速发力，将 23 年收入预测从 8.47 亿元上调至 9.4 亿元，新增 24 年收入预测为 11.46 亿元，考虑疫情和 X 费用投入加大影响，将 22/23 年归母净利预测从 0.56/0.75 亿元下调至 0.3/0.6 亿元，新增 24 年归母净利预测为 0.71 亿元，对应将 22/23 年 EPS 预测从 0.28/0.32 元下调至 0.19/0.38 元，新增 24 年 EPS 预测为 0.45 元，2022 年 4 月 29 日收盘价 10.89 元对应 22/23/24 年 PE 估值为 54/28/23X，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	677	940	1,146
YoY (%)	16.2%	18.8%	21.9%	38.8%	21.8%
归母净利润(百万元)	-65	-26	30	60	71
YoY (%)	-120.1%	60.0%	216.4%	96.6%	19.0%
毛利率 (%)	43.4%	50.3%	52.9%	53.5%	54.3%
每股收益 (元)	-0.42	-0.17	0.19	0.38	0.45
ROE (%)	-12.4%	-3.8%	3.2%	5.9%	6.5%
市盈率	-25.18	-62.99	54.13	27.54	23.15

资料来源：公司公告，华西证券研究所。

分析师：唐爽爽

研究助理：朱宇昊

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977 5330

## 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	677	940	1,146	净利润	-25	32	62	74
YoY (%)	18.8%	21.9%	38.8%	21.8%	折旧和摊销	58	22	22	22
营业成本	276	319	438	524	营运资金变动	-44	-77	-126	-102
营业税金及附加	4	3	5	6	经营活动现金流	31	15	-5	44
销售费用	173	209	287	355	资本开支	-84	-316	-328	-341
管理费用	69	64	89	110	投资	-110	0	0	0
财务费用	10	2	8	18	投资活动现金流	-151	-316	-328	-341
资产减值损失	-21	-34	-26	-29	股权募资	189	29	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	102	98	352	327
营业利润	-11	43	83	99	筹资活动现金流	114	341	341	306
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-6	40	9	9
利润总额	-13	42	83	99					
所得税	12	11	21	25	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润	-25	32	62	74	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	-26	30	60	71	营业收入增长率	18.8%	21.9%	38.8%	21.8%
YoY (%)	60.0%	216.4%	96.6%	19.0%	净利润增长率	60.0%	216.4%	96.6%	19.0%
每股收益	-0.17	0.19	0.38	0.45	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	50.3%	52.9%	53.5%	54.3%
					净利率率	-4.5%	4.7%	6.6%	6.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	-2.6%	2.2%	3.2%	3.1%
货币资金	95	135	144	153	净资产收益率 ROE	-3.8%	3.2%	5.9%	6.5%
预付款项	29	34	46	55	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	246	285	391	467	流动比率	2.48	1.95	1.10	0.84
其他流动资产	183	195	216	232	速动比率	1.25	0.99	0.50	0.36
流动资产合计	554	649	797	908	现金比率	0.43	0.41	0.20	0.14
长期股权投资	7	7	7	7	资产负债率	29.2%	28.9%	42.9%	50.4%
固定资产	254	479	716	966	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	72	140	209	278	总资产周转率	0.55	0.48	0.51	0.50
非流动资产合计	457	751	1,057	1,375	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,011	1,400	1,853	2,283	每股收益	-0.17	0.19	0.38	0.45
短期借款	84	182	534	861	每股净资产	4.35	6.11	6.49	6.94
应付账款及票据	27	32	43	52	每股经营现金流	0.20	0.09	-0.03	0.28
其他流动负债	112	119	146	166	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	223	333	724	1,079	<b>估值分析</b>				
长期借款	2	2	2	2	PE	-62.99	54.13	27.54	23.15
其他长期负债	70	70	70	70	PB	4.55	1.71	1.61	1.51
非流动负债合计	72	72	72	72					
负债合计	295	405	796	1,151					
股本	158	187	187	187					
少数股东权益	31	32	35	38					
股东权益合计	716	995	1,057	1,132					
负债和股东权益合计	1,011	1,400	1,853	2,283					

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。

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。