

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

公司研究 · 深度报告

纺织服饰

投资评级：优于大市（首次）

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

- **户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分。** 1) 户外鞋服行业自2021年起保持快速增长，2025年仍处高景气周期。2025年我国户外服饰同比增长24.5%，户外鞋同比增长16.3%，渗透率持续提升。2) 户外鞋服行业增长进入下半场，从行业红利期基础品类、所有品牌普涨，转变到增长分化、细分垂类品类和品牌增速领跑。3) 线上平台分化明显：户外鞋增速超40%，户外服增速在25Q2后放缓至低单位数~低双位数；细分品类看，冲锋衣、防晒服增长乏力，而软壳衣、速干衣、户外羽绒服、抓绒衣、及大部分鞋子品类表现强劲。品牌端分化加剧，凯乐石、伯希和、可隆、萨洛蒙等头部品牌维持高增，垂类专业品牌（三夫户外旗下的 Xbionic、攀山鼠等）快速崛起。4) 线下来看，虽然近年来商圈线下客流承压，但户外服饰在一众消费品类中呈现出领先的高景气度，逐渐抢占商场一层黄金位置。
- **公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年。** 三夫户外成立于1997年，是国内最早进入户外用品连锁零售领域的企业之一，2025年公司收入规模9.6亿元，净利润5300万。2021年后公司确立以品牌运营为核心的战略方向，从“多品牌集合零售”走向“品牌运营平台”，构建起“品牌店+综合店”“线上+线下”“直营+经销”相结合的全渠道体系。核心品牌集中度快速提升，自有品牌X-BIONIC成为第一增长引擎，2025年收入3.94亿元，占总收入41.2%；独家代理品牌HOUDINI、CRISPI各收入1.09亿元，占比约11.4%，核心品牌合计收入占比已由2022年的29.8%提升至2025年的80.0%；并与瑞典高端户外品牌攀山鼠合资经营。渠道结构优化，线上/门店/批发/户外服务占比分别为49.8%/30.4%/11.6%/6.4%，线上渠道CAGR4约28.9%成为核心增长引擎，线下门店结构调整，从多品牌综合店逐渐向单品牌商圈店过渡。
- **财务分析：转型品牌商收入稳定增长，毛利率持续提升，业务理顺后重启新增长周期。** 公司财务处于从渠道商向品牌商转型的关键兑现期。毛利率从2021年50.3%稳步提升至2025年59.2%，自有品牌占比从2020年8%提升至2025年43.2%是核心驱动力；销售费用率从转型初期18.5%升至2025年34.9%，为品牌前置投入的结果。现金流显著改善，2023-2025年经营性现金流合计流入1.55亿元，自由现金流合计流入近1亿元，较2017-2022年合计流出5.3亿元实现根本性扭转。经历2019-2022年转型阵痛期（跨界业务亏损、商誉减值、存货减值拖累）后，2023年实现扭亏归母净利润0.365亿元，2024年受始祖鸟终止合作、攀山鼠出表、历史亏损项目出清等一次性因素再度承压，2025年非经负面因素几乎全部缓解，归母净利润回升至0.534亿元，25Q4-26Q1连续两季单季归母净利润超3000万，盈利拐点确立。剔除跨界业务和存货减值影响，2023-2025年净利率在10%以上，品牌化运营本身已具备接近品牌商标杆的盈利质量。
- **竞争力与成长性分析：垂类专业品牌资产与创始人热爱构筑底层壁垒，品牌矩阵接力与渠道变革驱动高增。** 1) 公司核心壁垒在于创始人张恒近三十年的户外运动热爱所沉淀的选品眼光与品牌运营基因，以及对国际专业高端户外品牌IP的掌控。2) X-BIONIC是核心增长引擎及转型的探路标杆，2022-2025年收入CAGR约45.9%，占总收入比例从22.6%提升至41.2%，电商端从2024Q2起延续40%以上增速，25Q4单季电商销售额超1.5亿元，成为行业增长领跑品牌。从电商品类结构来看，品牌外穿品类占比持续提升，内搭占比从2021年的52.3%降至2025年的8.3%。HOUDINI、CRISPI等独家代理品牌快速增长；合资品牌攀山鼠规模增速快、盈利能力强，是公司目前利润的核心来源之一。3) 渠道变革同步深化：X-BIONIC从综合店品牌专区转向高端商圈独立店+滑雪场专业店，2025年底已布局64家线下门店（商圈店21家/滑雪店11家/专区店32家），2026年计划新开商圈店12-15家；HOUDINI和CRISPI未来开店也将以盈利较高的单品牌商场店为主，故品牌盈利端增速将明显高于品牌收入端的增速。线上渠道占比从2017年20.8%提升至2025年49.8%，核心三大品牌天猫+京东+抖音三平台2025年销售额4.54亿元，同比+61.7%。

- **风险提示：**市场竞争加剧；原材料价格波动；渠道拓展不及预期。
- **投资建议：看好公司进入业绩释放期。**三夫户外作为我国户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年，近年成功实现从零售渠道商向品牌运营商的战略转型。公司聚焦"自有品牌+全国独家代理品牌"发展战略，以X-BIONIC为核心的自有品牌持续发力，各品牌矩阵协同放量，线上渠道实现快速增长，线下渠道盈利能力强的品牌商场店加速开店。2025年公司业绩扭亏为盈，2026年一季度延续高增态势，盈利拐点已现。我们看好公司品牌化转型下多品牌矩阵的协同效应，以及线下门店扩张与线上渠道增长双轮驱动带来的业绩弹性。预计2026~2028年净利润分别为0.93亿元、1.29亿元、1.80亿元，同比增长73.5%、39.1%、40.1%。给予"优于大市"评级，根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间17.1~18.8元，合理估值对应2027年22~24x PE，约0.40~0.43x PEG。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,163	1,417	1,723
(+/-%)	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
净利润(百万元)	-21	53	93	129	180
(+/-%)	-158.8%	348.2%	73.5%	39.1%	40.1%
每股收益(元)	-0.14	0.32	0.56	0.78	1.09
EBIT Margin	9.6%	13.0%	14.9%	15.9%	17.3%
净资产收益率(ROE)	-3.2%	6.8%	10.7%	13.2%	15.9%
市盈率(PE)	-100.0	42.3	24.4	17.5	12.5
EV/EBITDA	25.5	19.7	16.9	13.5	10.5
市净率(PB)	3.22	2.85	2.60	2.31	1.99

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

- 【 01 】 户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分
- 【 02 】 公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年
- 【 03 】 财务分析：业务理顺后重启新增长周期
- 【 04 】 竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动
- 【 05 】 盈利预测
- 【 06 】 估值与投资建议
- 【 07 】 风险提示

01 | 户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

2025年我国户外鞋服仍保持双位数以上增长，渗透率持续提升

- **户外服装**：2021年以来我国户外鞋服行业快速增长，其中户外服饰CAGR5达25.3%，2025年仍保持24.5%的同比增速，是服装品类中近五年增速最快的细分赛道，在服装中渗透率提升了1.6个百分点；此外功能性运动服饰的占比也提升了0.5个百分点；运动服饰整体提升2.2个百分点，而非运动服饰占比下滑；
- **户外鞋子**：鞋子品类中，户外鞋同样增速最快，CAGR5达18.4%，2025年仍保持16.3%的同比增速；渗透率来看，功能性鞋子占比提升最快，5年提升了4.9个百分点，户外鞋提升2.1个百分点，运动鞋整体提升6.8个百分点至50.0%。

图：我国运动鞋服规模及增速（按类型分）

服装	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
规模（亿元）							
服装整体	19,600.65	21,938.16	19,950.48	21,619.49	21,698.23	22,049.51	
运动服装	1,323.84	1,520.17	1,429.66	1,673.23	1,831.11	1,982.83	
-功能	465.87	526.40	495.87	580.66	612.46	643.14	
-户外	182.38	221.87	260.69	339.16	452.92	563.94	
-时尚	675.60	771.91	673.10	753.41	765.72	775.75	
非运动服装	18,276.81	20,417.99	18,520.81	19,946.27	19,867.12	20,066.68	
增速							CAGR5
服装整体	-10.3%	11.9%	-9.1%	8.4%	0.4%	1.6%	2.4%
运动服装	-5.0%	14.8%	-6.0%	17.0%	9.4%	8.3%	8.4%
-功能	-2.6%	13.0%	-5.8%	17.1%	5.5%	5.0%	6.7%
-户外	-13.0%	21.7%	17.5%	30.1%	33.5%	24.5%	25.3%
-时尚	-4.3%	14.3%	-12.8%	11.9%	1.6%	1.3%	2.8%
非运动服装	-10.7%	11.7%	-9.3%	7.7%	-0.4%	1.0%	1.9%
占比							20-25年占比变化
服装整体							
运动服装	6.8%	6.9%	7.2%	7.7%	8.4%	9.0%	2.2%
-功能	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%	0.5%
-户外	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%	2.1%	2.6%	1.6%
-时尚	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	0.1%
非运动服装	93.2%	93.1%	92.8%	92.3%	91.6%	91.0%	-2.2%

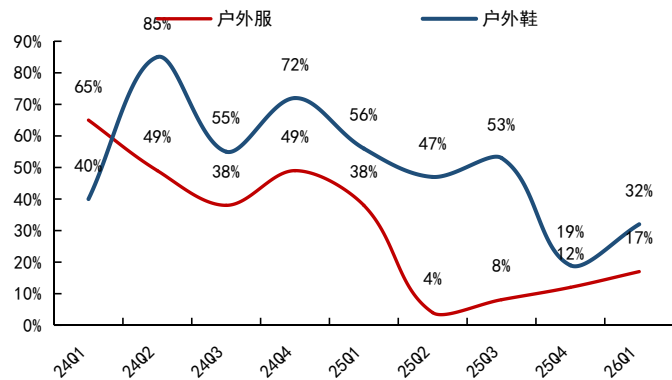
鞋履	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
规模（亿元）							
鞋子整体	4,162.63	4,670.47	4,234.37	4,642.19	4,706.90	4,787.71	
运动鞋子	1,799.02	2,029.30	1,947.43	2,186.28	2,292.61	2,393.75	
-功能	642.20	749.06	735.57	856.95	915.22	973.62	
-户外	86.90	103.59	117.57	143.55	173.60	201.89	
-时尚	1,069.93	1,176.65	1,094.29	1,185.77	1,203.79	1,218.24	
非运动鞋子	2,363.61	2,641.17	2,286.94	2,455.91	2,414.28	2,393.97	
增速							CAGR5
鞋子整体	-4.3%	12.2%	-9.3%	9.6%	1.4%	1.7%	2.8%
运动鞋子	-0.3%	12.8%	-4.0%	12.3%	4.9%	4.4%	5.9%
-功能	0.7%	16.6%	-1.8%	16.5%	6.8%	6.4%	8.7%
-户外	-13.8%	19.2%	13.5%	22.1%	20.9%	16.3%	18.4%
-时尚	0.3%	10.0%	-7.0%	8.4%	1.5%	1.2%	2.6%
非运动鞋子	-7.2%	11.7%	-13.4%	7.4%	-1.7%	-0.8%	0.3%
占比							20-25年占比变化
鞋子整体							
运动鞋子	43.2%	43.4%	46.0%	47.1%	48.7%	50.0%	6.8%
-功能	15.4%	16.0%	17.4%	18.5%	19.4%	20.3%	4.9%
-户外	2.1%	2.2%	2.8%	3.1%	3.7%	4.2%	2.1%
-时尚	25.7%	25.2%	25.8%	25.5%	25.6%	25.4%	-0.3%
非运动鞋子	56.8%	56.6%	54.0%	52.9%	51.3%	50.0%	-6.8%

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

线上平台分品类：2026年户外鞋景气度延续，一季度户外鞋服增速均环比提速

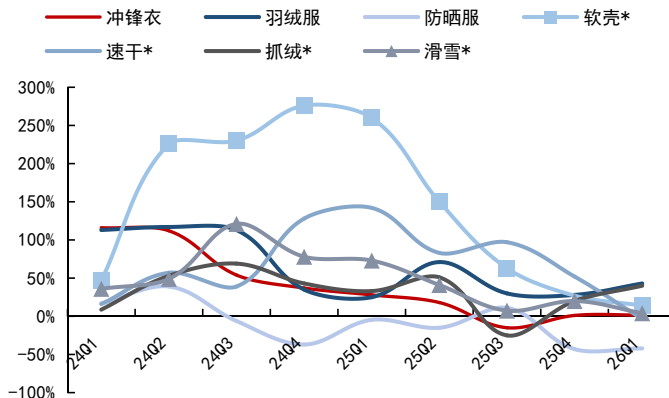
- 2025年以来线上平台户外鞋保持快速增长，户外服增长降速；26Q1鞋服均环比提速。自24Q2后，户外鞋线上平台销售额增速超过户外服，但在25Q1之前户外服也一直保持30%以上的快速增长，25Q2-25Q4增速降至低单位数~低双位数，26Q1提速至17%；而户外鞋景气度持续，2025年保持40%以上的快速增长，26Q1也有32%的增长。
- 户外服饰中细分品类景气度分化：1) 户外服饰第一大品类冲锋衣在前几年快速增长形成的高基数基础上，尤其在25Q3后降温明显，出现负增长，25Q4-26Q1低单位数增长；2) 防晒服从24Q3后表现欠佳，各季度基本均为同比下滑；3) 增速持续比较快的品类包括：软壳衣、速干衣、户外羽绒服、抓绒衣、滑雪服，25Q2-26Q1四个季度平均增速分别为64%/57%/43%/22%/18%。
- 户外鞋中除溯溪鞋外均有较快增速：1) 增速相对更快的品类有：雪地靴、洞洞鞋、登山鞋、滑雪鞋，25Q2-26Q1四个季度平均增速分别为112%/86%/59%/32%；2) 越野跑鞋作为规模较大的一个品类，24Q1-25Q1各季度保持60%以上的同比增速，25Q2-Q3降速至20%左右增长，25Q4作为淡季首季出现负增长，26Q1重回双位数增长。

图：线上三平台户外服/户外鞋销售额增速



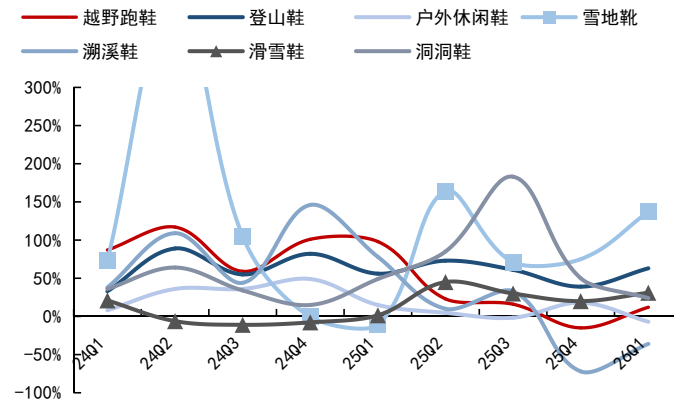
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台户外服细分品类销售额增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台户外鞋细分品类销售额增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

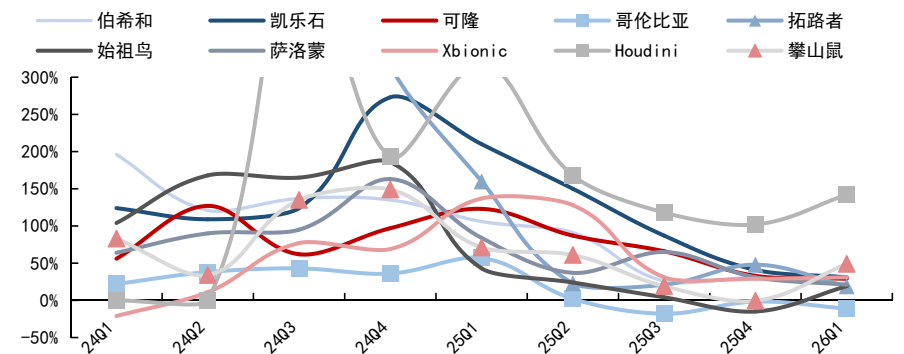
线上平台分品牌：竞争更加激烈，头部品牌增长分化、垂类专业品牌后劲充足，价格并未陷入内卷

- **头部品牌增长分化。**在过去几年高速增长过后，2025年之后头部品牌增速出现分化，部分品牌仍能保持较快增长和份额提升趋势，如凯乐石、伯希和、可隆、萨洛蒙等；而部分品牌增长乏力，增速和份额出现下滑，如北面、哥伦比亚、探路者。
- **垂类专业品牌后劲充足。**部分仅以单一品类销售为主的垂类品牌，凭借产品硬实力+精准客群快速增长，排名跻身前列，份额快速提升，例如：拓路者凭借高性价比比重更衣份额跻身前列；在25Q2其他户外品牌增长普遍降速后，三夫户外旗下的 Xbionic、攀山鼠、Houdini、CRISPI保持领先和不断提速的增长，进而扩大份额。
- **价格方面行业并未陷入价格内卷。**但均价提升趋势25年开始走弱，部分景气度高的品牌仍有明显提价，如伯希和、凯乐石、可隆。

图：线上三平台头部品牌份额变化

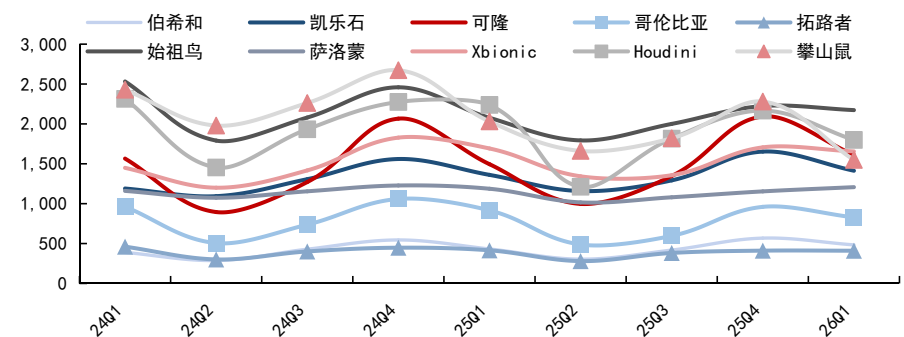
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	13.7%	6.2%	13.5%	15.5%	11.8%	6.2%	12.0%	18.4%	13.6%
北面	4.9%	3.2%	3.5%	6.5%	3.9%	2.7%	2.8%	5.7%	3.4%
伯希和	2.7%	1.6%	3.8%	4.4%	4.1%	2.8%	4.2%	5.0%	4.6%
凯乐石	2.4%	1.8%	2.7%	3.3%	5.3%	4.1%	4.4%	4.1%	5.9%
可隆	1.8%	1.3%	1.6%	2.2%	3.0%	2.3%	2.3%	2.6%	3.2%
拓路者	0.8%	1.0%	1.7%	1.7%	1.5%	1.1%	1.8%	2.2%	1.5%
始祖鸟	3.4%	2.7%	4.4%	3.4%	3.6%	3.1%	4.0%	2.5%	3.6%
哥伦比亚	1.7%	1.2%	1.5%	2.3%	1.9%	1.1%	1.1%	2.0%	1.4%
迪卡侬	1.5%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.8%	1.5%	1.8%	1.8%
高梵	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	1.2%	0.8%
探路者	0.8%	0.6%	1.1%	1.4%	1.0%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%
悠途	0.4%	0.1%	0.2%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.8%	0.8%
耐克	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
萨洛蒙	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	0.6%	0.7%
猛犸象	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%
巴塔哥尼亚	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Mont-bell	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Xbionic	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%
攀山鼠	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
Houdini	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
CRISPI	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

图：线上三平台重点品牌销售额增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台重点品牌均价



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

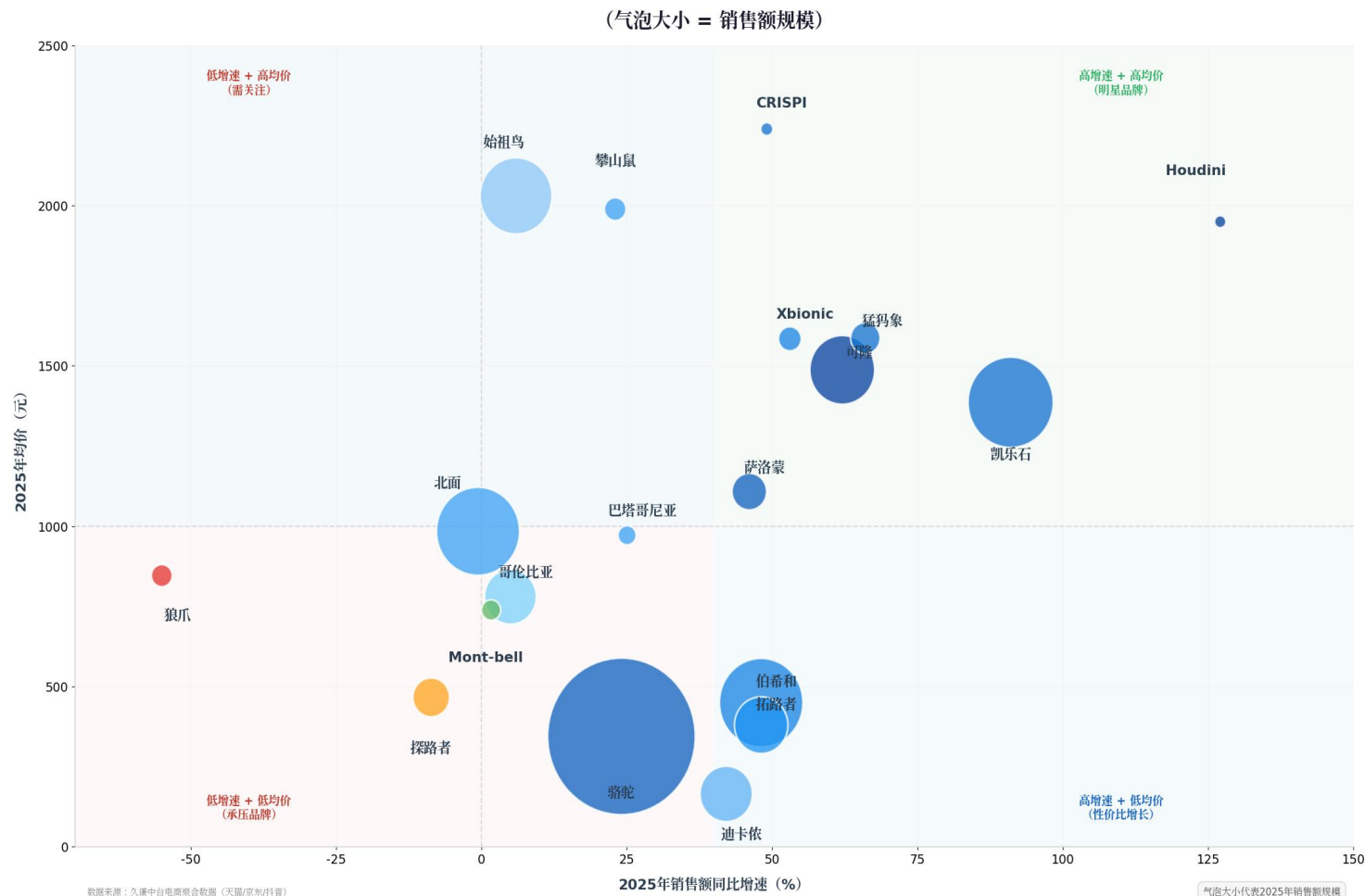
户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

线上平台分品牌：竞争更加激烈，头部品牌增长分化、垂类专业品牌后劲充足，价格并未陷入内卷

品牌定位与发展近况，根据2025年第三方电商数据，可以划分为以下两类：

- **高均价领先品牌（高增速+高均价）**：聚集了凯乐石、可隆、猛犸象、Xbionic、Houdini等核心力量。凯乐石以91%的增速和27.6亿的销售额成为该象限的绝对标杆，成功跑通了“高端化+规模化”的双增长路径。三夫户外旗下品牌，X-bionic（1.96亿）增长53%、增速相对领先；Houdini虽然体量尚小（0.49亿），但127%的增速显示出爆发潜力；攀山鼠（1.76亿元）增长23%相对稳定。
- **性价比增长品牌（高增速+低均价）**：大众市场的主战场，右下象限是规模最大的阵营。骆驼以82.93亿的体量规模领先，在346元的低均价下实现24%的增长，印证了“低价走量”策略在户外大众化趋势中的威力。伯希和（26.52亿，+48%）和拓路者（10.87亿，+48%）则代表了国产品牌在300-500元价位段的强势崛起，正在蚕食传统国际品牌的份额。

图：户外品牌电商价格及销售额



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

线上平台分品牌：竞争更加激烈，头部品牌增长分化、垂类专业品牌后劲充足，价格并未陷入内卷

● 户外服：品牌增速和均价表现分化

- **销售额：**1) 头部大众品牌增速普遍回落（如北面、哥伦比亚）；2) 核心户外品牌仍保持双位数稳健增长（如伯希和、可隆、拓路者）；3) 跨界拓展与垂类专业品牌增长后劲充足（如萨洛蒙、Houdini、Xbionic）；4) 冲锋衣品类降温特征显著，增长进一步向部分品牌集中；
- **均价：**26Q1户外服整体及核心品类冲锋衣，均价仍有同比上升的品牌包括：北面（18%）、凯乐石（13%）、伯希和（12%）、可隆（10%）、始祖鸟（8%）。

图：线上三平台户外服饰品牌销售额增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	91%	17%	23%	36%	19%	19%	5%	36%	38%
北面	29%	42%	22%	26%	9%	-5%	-8%	-2%	2%
伯希和	203%	125%	138%	132%	102%	86%	23%	30%	27%
凯乐石	117%	90%	138%	270%	195%	145%	66%	31%	13%
可隆	56%	123%	52%	91%	114%	80%	64%	31%	27%
哥伦比亚	31%	39%	53%	37%	58%	-4%	-24%	-5%	-17%
拓路者	999%	999%	611%	315%	160%	23%	20%	47%	19%
始祖鸟	115%	184%	173%	186%	39%	22%	-2%	-17%	14%
萨洛蒙	-23%	-31%	-37%	223%	291%	442%	697%	140%	207%
Xbionic	-25%	3%	64%	66%	139%	126%	25%	30%	35%
攀山鼠	85%	34%	136%	150%	73%	63%	20%	-1%	48%
Houdini	-	-	487%	191%	317%	170%	120%	103%	142%

图：线上三平台冲锋衣品牌销售额增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	60%	19%	14%	9%	-3%	4%	-5%	11%	6%
北面	244%	303%	42%	15%	-2%	-16%	-13%	-2%	-2%
伯希和	326%	293%	169%	102%	76%	64%	0%	23%	21%
凯乐石	213%	179%	160%	91%	141%	73%	44%	14%	-10%
可隆	152%	260%	117%	123%	124%	160%	29%	60%	41%
哥伦比亚	97%	125%	197%	59%	91%	5%	-27%	34%	-24%
拓路者	999%	999%	623%	265%	118%	2%	9%	59%	24%
始祖鸟	676%	999%	343%	412%	-28%	1%	-28%	10%	6%
萨洛蒙	-78%	-86%	-12%	21%	718%	999%	504%	75%	91%
攀山鼠	49%	-2%	18%	50%	-15%	9%	11%	-23%	4%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台户外服饰品牌均价增速

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	9%	-6%	-2%	-4%	-4%	-9%	-10%	-20%	-13%
北面	33%	36%	22%	4%	-12%	-13%	-18%	-12%	18%
伯希和	19%	50%	35%	10%	10%	2%	-2%	6%	12%
凯乐石	70%	71%	64%	42%	21%	10%	3%	14%	13%
可隆	2%	0%	7%	1%	-3%	12%	7%	2%	10%
哥伦比亚	39%	5%	37%	-6%	-6%	-4%	-23%	-7%	-7%
拓路者	95%	84%	14%	-8%	-10%	-6%	-4%	-8%	0%
始祖鸟	20%	24%	8%	-3%	-18%	1%	-3%	-9%	8%
萨洛蒙	31%	47%	102%	27%	4%	-8%	-16%	-17%	10%
Xbionic	-5%	6%	25%	19%	21%	13%	-7%	-9%	-2%
攀山鼠	-1%	2%	-3%	2%	-16%	-17%	-19%	-14%	-25%
Houdini	-	-	-1%	5%	-2%	-21%	-16%	-10%	-21%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台冲锋衣品牌均价增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	7%	-2%	-5%	-9%	-11%	-6%	-4%	-26%	-15%
北面	2%	-4%	4%	3%	-20%	-16%	-19%	-18%	11%
伯希和	1%	7%	10%	5%	-5%	-1%	-3%	2%	3%
凯乐石	10%	-1%	12%	28%	12%	9%	5%	7%	12%
可隆	-13%	7%	-6%	2%	2%	1%	15%	8%	13%
哥伦比亚	-5%	5%	17%	-5%	-16%	-31%	-24%	-13%	4%
拓路者	5%	5%	4%	-2%	-3%	3%	1%	-15%	-6%
始祖鸟	3%	18%	-19%	-29%	-31%	-20%	-7%	2%	20%
萨洛蒙	17%	81%	31%	-15%	-19%	-18%	-15%	-2%	25%
攀山鼠	-3%	1%	1%	3%	-3%	-2%	-3%	3%	-8%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

线上平台分品牌：竞争更加激烈，头部品牌增长分化、垂类专业品牌后劲充足，价格并未陷入内卷

● 户外鞋：品牌增长景气普遍延续，均价普遍下滑

- **销售额**：各品牌户外鞋销售额普遍延续双位数以上增长，且大部分26Q1增速在40%以上，高景气度延续，尤其伯希和、凯乐石、CRISPI、可隆户外鞋增速领先；增速较缓的是骆驼，萨洛蒙26Q1出现增速下滑；
- **均价**：户外鞋整体及核心品类越野跑鞋，各品牌价格同比普遍下滑，仅伯希和、凯乐石、CRISPI均价仍有上涨，萨洛蒙价格也相对稳定，越野跑鞋品类价格有所上涨，证明这些品牌销售额的增速并非通过以价换量，而是量价齐升。

图：线上三平台户外鞋品牌销售额增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	170%	344%	110%	15%	-1%	-21%	-23%	-1%	12%
北面	-29%	-31%	-17%	-23%	8%	11%	3%	72%	48%
伯希和	41%	546%	366%	999%	999%	554%	380%	120%	137%
凯乐石	159%	156%	90%	289%	272%	161%	153%	97%	90%
可隆	130%	351%	764%	999%	633%	230%	87%	85%	69%
哥伦比亚	-20%	31%	0%	31%	45%	29%	26%	32%	41%
始祖鸟	36%	103%	103%	189%	70%	28%	65%	8%	44%
萨洛蒙	77%	105%	114%	156%	72%	21%	40%	15%	-5%
CRISPI	-22%	18%	10%	32%	86%	89%	55%	18%	96%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台越野跑鞋品牌销售额增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	651%	33%	315%	-8%	89%	380%	-24%	-23%	-13%
北面	-78%	-67%	-54%	-64%	186%	-2%	23%	68%	24%
伯希和	999%	999%	451%	663%	726%	712%	489%	168%	347%
凯乐石	250%	226%	117%	300%	306%	127%	115%	65%	59%
可隆	-	-	999%	63%	-48%	68%	-78%	-59%	723%
哥伦比亚	14%	609%	294%	991%	205%	-27%	-65%	-29%	67%
始祖鸟	44%	240%	160%	346%	112%	12%	16%	-43%	-21%
萨洛蒙	85%	70%	23%	73%	55%	2%	54%	-3%	-14%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台户外鞋品牌均价增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	-4%	-10%	2%	-11%	-6%	-5%	-1%	-8%	-2%
北面	-15%	-5%	0%	4%	13%	-6%	6%	-2%	-3%
伯希和	23%	40%	22%	82%	59%	35%	46%	12%	12%
凯乐石	28%	35%	32%	23%	4%	-2%	-6%	-5%	1%
可隆	1%	3%	-4%	-7%	-13%	2%	1%	-5%	-11%
哥伦比亚	20%	3%	8%	-4%	-1%	-16%	-6%	-18%	-18%
始祖鸟	-5%	1%	0%	3%	5%	-1%	-4%	-10%	-8%
萨洛蒙	5%	6%	3%	1%	4%	0%	-2%	-7%	-1%
CRISPI	5%	9%	13%	7%	14%	-1%	1%	2%	3%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：线上三平台越野跑鞋品牌均价增速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
骆驼	-16%	-23%	0%	-6%	-13%	0%	10%	-13%	10%
北面	-31%	-20%	-24%	-18%	12%	7%	24%	8%	-7%
伯希和	76%	112%	14%	18%	-4%	0%	1%	9%	34%
凯乐石	27%	37%	32%	29%	3%	-4%	-5%	-5%	4%
可隆	-	-	-8%	-8%	-12%	-16%	-7%	-18%	-9%
哥伦比亚	12%	-6%	-22%	-28%	-29%	-23%	14%	7%	-5%
始祖鸟	8%	1%	5%	-1%	-5%	2%	3%	1%	-2%
萨洛蒙	11%	9%	1%	1%	-6%	-9%	4%	1%	7%

资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

户外行业：增长方兴未艾，需求多元细分

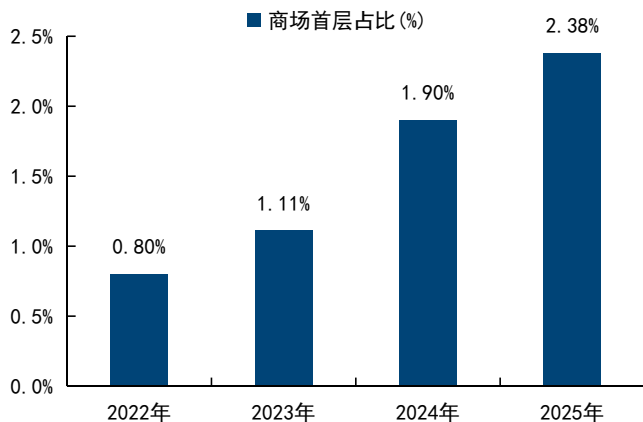
线下门店景气度：户外运动品牌店抢占商场一层黄金位置

户外品牌在线下渠道的景气度不仅体现在开店数量的爆发式增长，更深刻地体现在商场楼层位置的战略性升级——从高层运动区搬到一层黄金铺位，从依附人流到成为引流热点，从专业小众到取代快时尚甚至部分奢侈品的位置。

根据赢商大数据，24城600+标杆商场首层中，户外运动品牌占比从2022年的0.80%，提升至2.38%，几乎翻两倍；对比不同细分业态首层开店情况，运动户外服饰开店比为1.25名列前茅。

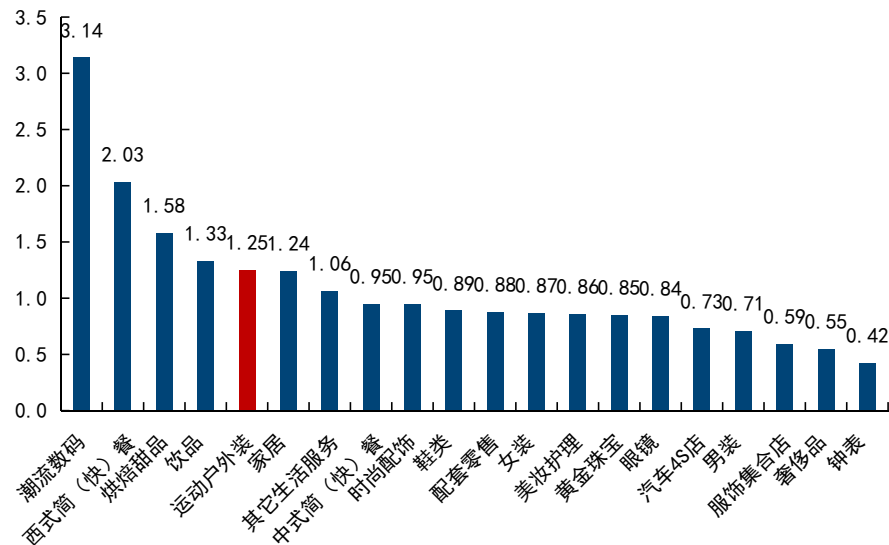
具体案例来看，上海新天地2024年以来持续引入SALOMON旗舰店、KOLON SPORT全新零售空间形象、HOKA ONE ONE全球首家品牌体验中心、凯乐石FUGA店、Onitsuka Tiger鬼塚虎全新形象店、UNDER ARMOUR OUTDOOR中国首家旗舰店、The North Face 高级全品类新形象店、Pelliot伯希和上海旗舰店、NB Grey等众多运动相关品牌。北京来福士一层约40%的面积，都让位给了定位高端的户外运动品牌。

图：户外运动品牌商场首层占比变化



资料来源：赢商网，国信证券经济研究所整理

图：标杆商场首层细分业态开店比



资料来源：赢商网，国信证券经济研究所整理

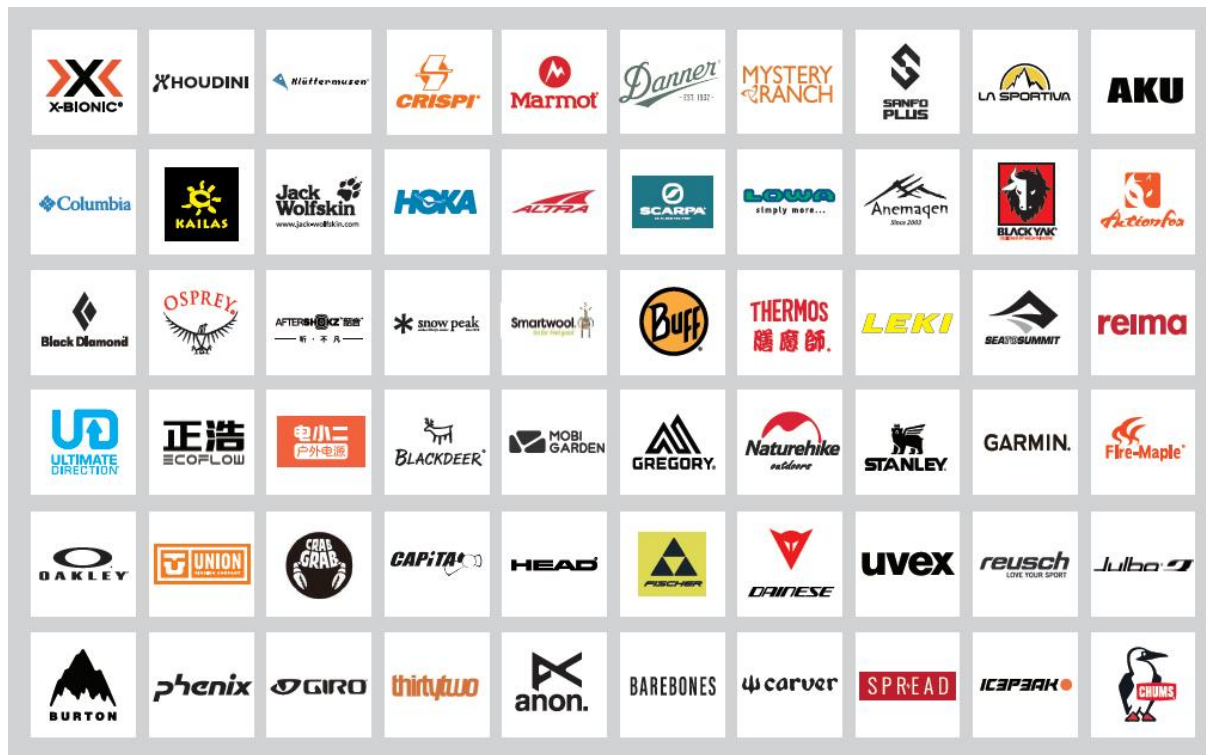
02 | 公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

业务概览：从“多品牌集合零售”走向“品牌运营平台”，线上与单品牌店成为增长主轴

- 三夫户外1997年成立，主要定位专业户外运动市场和高端户外装备市场，近年来持续推进“自有品牌+独家代理品牌”发展战略，同时经销200余个知名户外品牌，超8,000余个SKU，产品品类涵盖户外运动及日常商务休闲等多类场景。公司作为中国最早进入户外用品连锁零售领域的企业之一，深耕户外用品零售与品牌运营近三十年，当前已形成“户外产品+户外服务”双业务框架，在专业多品牌户外连锁领域保持行业领先地位。2025年公司收入规模9.6亿元，净利润5300万。

图：三夫户外核心品牌一览表（2025年报）



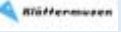
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

业务概览：从“多品牌集合零售”走向“品牌运营平台”，线上与单品牌店成为增长主轴

- 业务模式从集合店分销的渠道商，转向“品牌运营+全渠道”模式的品牌运营商。早期，公司以多品牌集合店零售为主，核心能力沉淀在选品与直营网点管理上。2021年后公司确立以品牌运营为核心，叠加“品牌店+综合店”“线上+线下”“直营+经销”相结合的全渠道体系。这一战略变化标志着三夫户外正从“卖货平台”向“品牌资产运营平台”切换。
- 持续沉淀品牌资产，逐步构筑起“自有品牌为基底、独家代理为特色”的多层次品牌组合。自有品牌端，公司已有X-BIONIC、X-SOCKS、SANFO PLUS、山之道、ANEMAQEN、SANFO等核心产品线，深度覆盖功能内衣、鞋袜、服装及童装等细分品类。独家代理方面，公司锁定 CRISPI、HOUDINI、DANNER、MYSTERY RANCH、LA SPORTIVA、土拨鼠等一系列国际口碑品牌；并在专业攀登与山地运动领域，与瑞典高端户外品牌攀山鼠合资经营，进一步强化了装备线的专业厚度与高端定位。通过自有+独家代理模式，三夫户外正将多年渠道积淀转化为品牌化运营势能。

图：公司主要品牌情况

品牌名称	品牌商标	合作模式	品牌国家	2025营收	主力价格带	品牌简介
X-BIONIC		自有品牌	瑞士	3.94亿元	1500~6000	瑞士黑科技运动奢侈品牌，将仿生学技术应用于服装领域，拥有超800项国际专利。其功能贴身层以主动排汗降温、寒冷时高度保暖著称，深受专业运动员认可。
X-SOCKS		自有品牌	瑞士			全球领先的高科技功能袜品牌，拥有多项专利技术，采用含银纱线意大利织造。以技术含量高、耐用性强著称，是唯一提供两年质保的袜子品牌。
HOUDINI		独家代理	瑞典	1.09亿元	1800~4500	瑞典先锋户外品牌，1993年由登山家创立，以攀岩和滑雪为起源。以尖端面料、简约美学和循环设计理念著称，经典产品Power Houdi抓绒衣广受欢迎。
CRISPI		独家代理	意大利	1.09亿元	3000~4000	1975年创立的意大利高端手工户外鞋品牌，坚持意大利传统制鞋工艺，专为中国人脚型设计鞋楦。以“舒适零磨合”的穿着体验和85%意大利原产为核心优势。
LA SPORTIVA		独家代理	意大利	三品牌共计 1.53亿元	1500~4000	1928年创立于意大利的顶级户外鞋品牌，是全球攀岩鞋和登山鞋领域的标杆。产品线覆盖从高山靴到越野跑鞋的全品类户外鞋履。
MYSTERY RANCH		独家代理	美国			美国殿堂级功能性背包品牌，2000年由Dana Design创始人创建。以军用和户外背包闻名，标志性的三拉链系统和Futura Yoke背负系统是其核心技术优势。
DANNER		独家代理	美国			1932年诞生于美国的经典鞋靴品牌，以精湛手工和极致耐用性被誉为“鞋靴中的劳斯莱斯”。是首个将GORE-TEX用作鞋履内衬的品牌，覆盖户外、军警、工装等领域。
KLATTERMUSEN		合资经营	瑞典	2.82亿元	2500~6000	1975年创立的瑞典高端专业户外品牌，与始祖鸟、猛犸象并称“户外三大神兽”。以独有功能面料、辨识度设计和极致环保理念著称，已与三夫户外成立合资公司拓展中国市场

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

业务概览：从“多品牌集合零售”走向“品牌运营平台”，线上与单品牌店成为增长主轴

➤ 近年收入快速增长、利润扭亏，受品牌业务驱动。

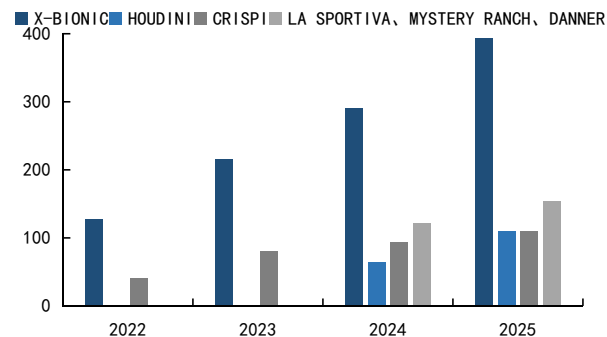
2022-2025年公司营业收入由5.6亿元上升至9.6亿元，CAGR约+19.3%，同时毛利率提升、销售费用率下降，2025年在非经负面因素缓解后，实现归母净利润0.53亿元，主要得益于从零售商转型向品牌运营平台的快速发展。

➤ 核心品牌集中度快速提升，X-BIONIC成为第一增长引擎

。2025年主要品牌X-BIONIC收入3.94亿元，占总收入41.2%，2022-2025年CAGR约45.9%；HOUDINI收入1.09亿元，占总收入11.4%；CRISPI收入1.09亿元，占总收入11.5%，2022-2025年CAGR约39.3%；LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER三品牌收入1.53亿元，占总收入16.0%。核心品牌合计收入占比已由2022年的29.8%提升至2025年的80.0%。

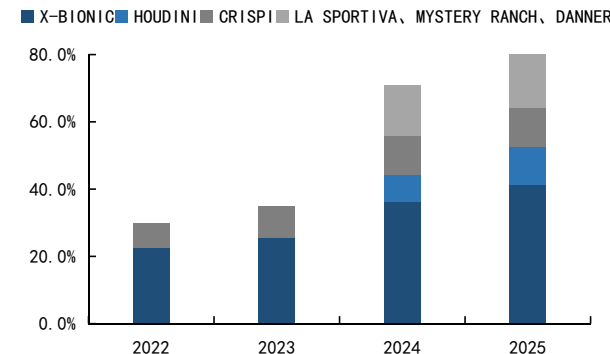
➤ 服装和鞋袜占比提升，户外服务占比下降。2025年服装类收入5.84亿元，占比61.1%；鞋袜类收入2.15亿元，占比22.5%；装备类收入0.95亿元，占比10.0%。户外服务收入0.61亿元，占比6.4%。2021-2025年服装、鞋袜占比合计由75.4%提升至83.6%，产品结构向高附加值的功能服饰集中；装备占比由11.2%降至10.0%，户外服务占比由11.6%降至6.4%，在收入端的重要性下降。

图：三夫户外核心品牌收入



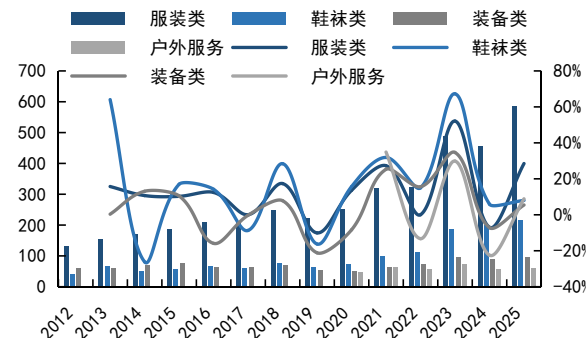
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外核心品牌收入结构



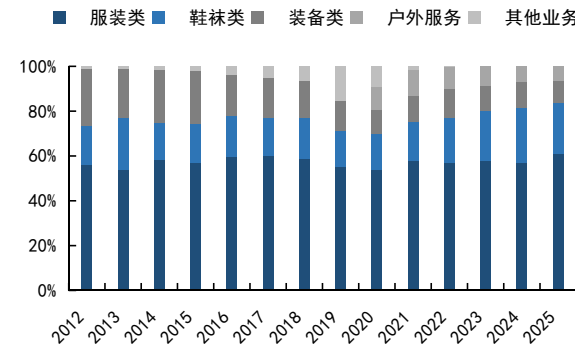
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外各品类收入与增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外各品类收入结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

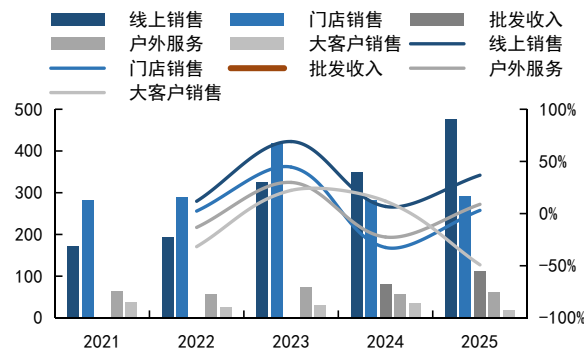
公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

业务概览：从“多品牌集合零售”走向“品牌运营平台”，线上与单品牌店成为增长主轴

➤ 线上渠道占比持续提升成核心增长引擎，线下门店注重结构优化。2021-2025年，线上占比由31.0%提升至49.8%，CAGR约28.9%；门店收入规模总体平稳（2.82亿元至2.90亿元，CAGR约0.7%），但占比从50.7%降至30.4%。户外服务和大客户销售占比分别由11.6%/6.7%下滑至6.4%/1.8%，CAGR分别约-1.3%/-17.0%。批发业务发展迅速，2025年同比增长38.6%至1.1亿元，占比11.6%。

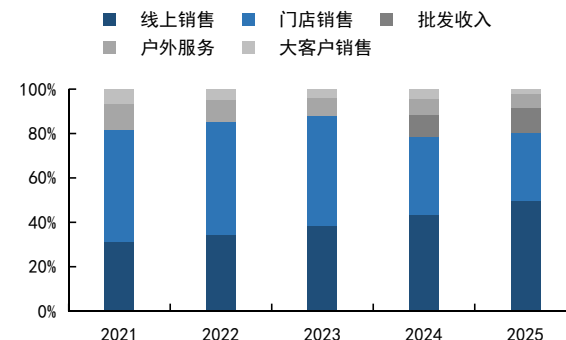
➤ 综合店维稳，商圈店与滑雪店承担增量。2021-2025年综合店由38家降至27家，进入存量优化阶段。商圈店由4家增至13家，占比由8.3%升至25.5%。滑雪店由6家增至11家，占比由12.5%升至21.6%。

图：三夫户外各渠道收入与增速



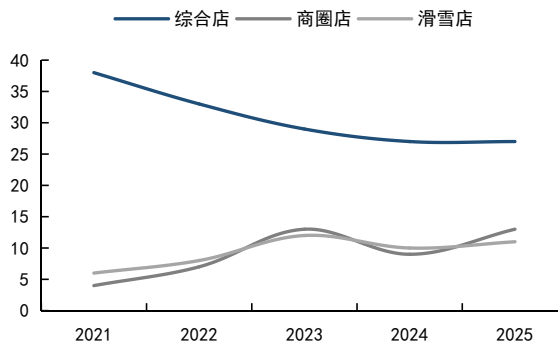
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外各渠道收入结构



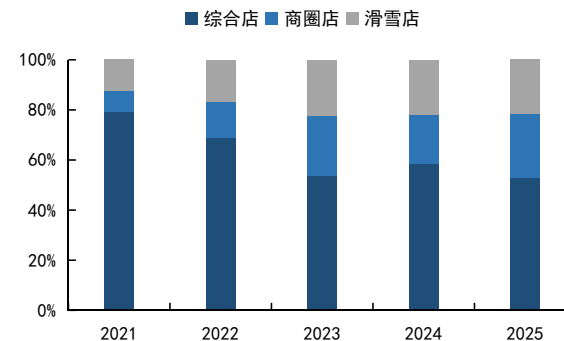
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外门店结构变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外门店结构占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年



发展历程：从户外用品渠道商，到掌控核心品牌IP，实现向品牌运营商转型

➤（一）1997-2015年：硬核玩家创业，专业选品基因，“门店+线上+社群”雏形初现，06年后开店提速

三夫户外的诞生，源于创始人张恒对户外运动根植于骨子里的热爱。作为一名资深户外发烧友，他曾完成TNF100北京50公里越野挑战赛，并常年活跃在各种户外运动中。这份热爱驱使他创办了崇礼168超级越野赛，并身体力行投身其中，亲自征战百公里赛道并成功完赛。正是这些亲身实践的积累，练就了他敏锐的选品眼光。创业初期，当始祖鸟、北面等国际品牌刚进入中国市场不久，张恒便敏锐捕捉并迅速达成合作，用专业买手式的选品逻辑，为三夫注入了“以专业眼光筛选全球好货”的基因。1997年，公司从北大小东门外一间约30平米的首店起步；1999年，公司官网和户外俱乐部相继上线、成立，由此形成了“线下门店+线上销售+社群活动”三位一体的业务雏形。2001年马甸西店开业，至2005年门店数稳步增至3家；2006年起渠道扩张明显提速。截至2015年招股说明书签署日，公司已在全国12个主要城市建立起37家直营门店的终端网络，全国化布局初步成型。

➤（二）2015-2018年：零售商时期，综合店主导，后期滑雪店业态诞生，X-BIONIC等核心品牌纳入代理体系，启动松鼠部落投资

2015年12月9日，公司在深交所中小板挂牌上市，此时渠道形态以综合店为主，线下门店按面积分为旗舰/标准/精品等形态运营，直营占主导。2017年已开设38家直营店（覆盖16城）；2018年冰雪场景开始被单独管理，门店类型出现“滑雪店”。此时公司以代理经销的多品牌矩阵为主，X-BIONIC、KLATTERMUSEN等品牌已在公司代理体系中出现。但上市后快速扩张也伴随试错，如早期门店拓展效率并非始终理想，公司在2015年曾关闭亏损店铺成都金沙店等。此外，公司在2018年通过增资和受让股权逐步切入上海悉乐（松鼠部落）项目，为后续“户外零售+亲子乐园”并行探索埋下伏笔。

➤（三）2019-2022年：转型阵痛期，收购X-BIONIC核心IP，开启从集合店到品牌店的战略转型，同时跨业态扩张进入承压期

2019年，公司与X-BIONIC合作深化，其成为中国区唯一战略合作伙伴；2020年，公司收购X-BIONIC/X-SOCKS相关商标、专利和专有技术等IP。2021年，公司披露完成上述IP中国区所有权项目，X-BIONIC进入公司核心战略阶段。此时，公司的渠道从“多品牌集合店”延伸到“X-BIONIC品牌店+滑雪店”的组合，渠道结构开始从综合店向单品牌店倾斜。2022年，CRISPI相关平台并购启动。与此同时，跨业态项目开始显现压力：上海悉乐连续亏损；2022年公司又通过“受让+增资”投资1,200万元取得贵州鹰极控股权（约55%），试图补足青少年安全教育场景，但该项目在并表初期同样未达到预期。

➤（四）2023年至今：重启增长期，业务理顺，CRISPI、HOUDINI相继独立运营，“品牌店+综合店”模式确立，并集中出清历史亏损项目

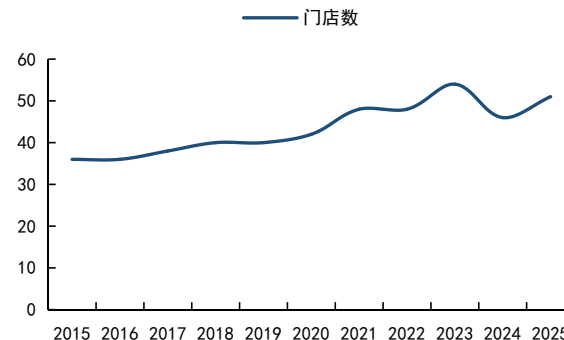
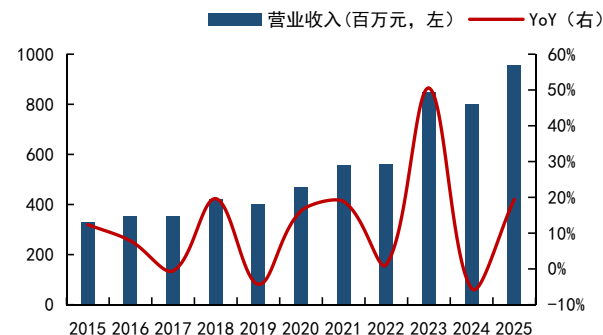
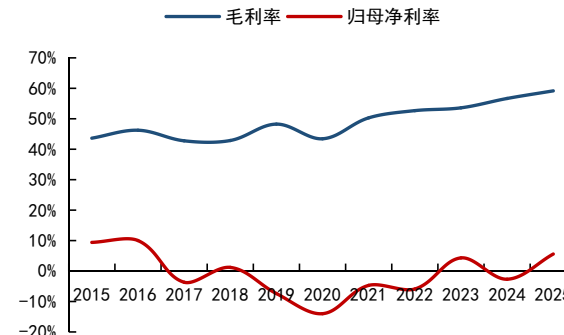
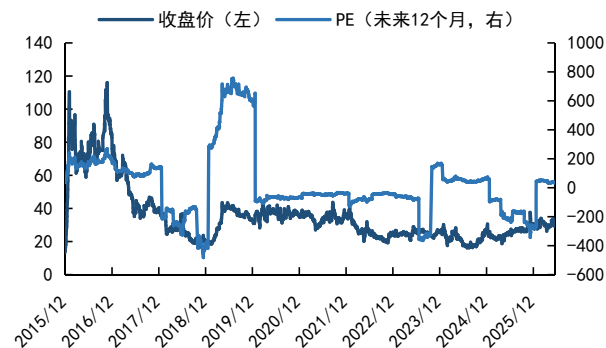
CRISPI于2023年2月完成收购。2023年7月，公司与Houdini Sportswear AB签署独家代理协议，HOUDINI开始进入独立运营轨道。2024年，公司明确提出“品牌店+综合店、直营+经销”模式，组织上按品牌设立事业部，多品牌独立运营体系逐步成形。然而，在此期间公司业务也接连遭遇冲击，北面和始祖鸟分别于2023年12月和2024年6月终止合作，同时攀山鼠由独家代理品牌转为联营企业，不再纳入合并报表。跨界业务方面，上海悉乐亏损幅度加大，2022-2024年累计亏损-10,623.10万元（承诺累计盈利1,500万元），公司后续选择现金补偿路径并提起诉讼，并推进悉乐破产清算。贵州鹰极方面，2022-2024年累计净利润为-209.97万元（承诺累计盈利600万元），2026年2月公司与相关方签署补充协议：剩余300万元投资款不再支付，持股比例由55%调整至47.82%，并豁免原股东已触发的业绩补偿义务。整体看，公司在这一阶段一边承受历史扩张项目出清成本，一边加快聚焦“自有品牌+独家代理品牌”主线，门店结构和品牌运营逻辑更清晰。

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

发展历程：从户外用品渠道商，到掌控核心品牌IP，实现向品牌运营商转型

图：公司上市至今股价/收入（亿元）/利润率/门店数

1997~2015	2015~2018	2019~2022	至今
•创立品牌，“门店+线上+社群活动”雏形显现，06年后开店提速	•零售商时期，综合店主导，滑雪店业态诞生，X-BIONIC等核心品牌纳入代理体系	•转型阵痛期，收购X-BIONIC核心IP，开启从集合店到品牌店的战略转型	•重启增长期，CRISP I、HOUDINI相继独立运营，“品牌店+综合店”模式确立，多品牌独立运营体系成形



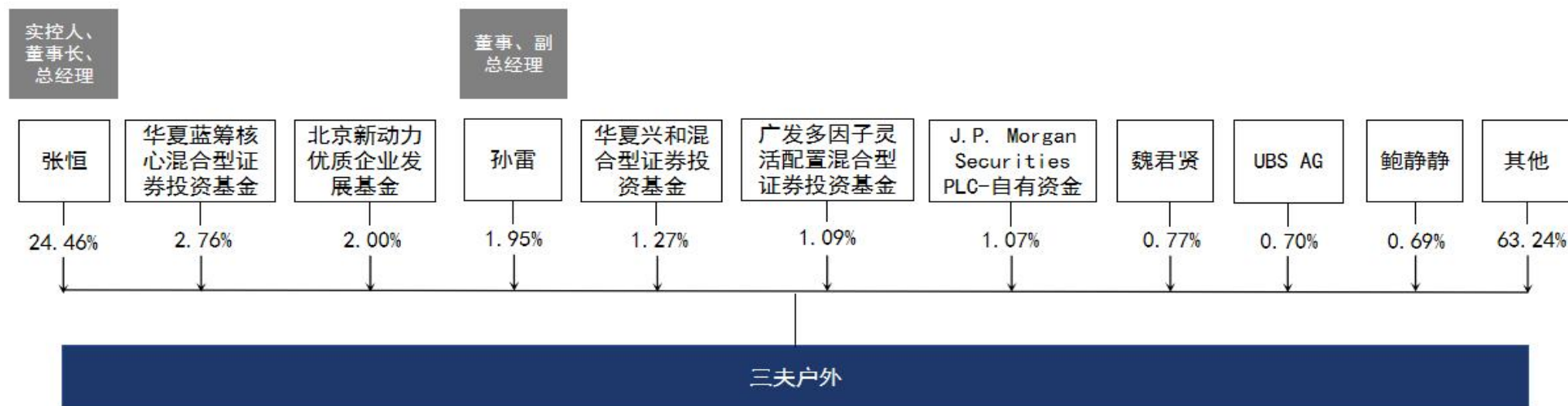
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年

股权结构和管理层：实控人增持，内外资机构相继入场，股权集中度提升，管理层架构稳定

- 实控人张恒持股24.46%，全额定增彰显信心。截至2026年第一季度末，公司创始人、实控人张恒先生在2025年12月完成对7,300万元定增的全额认购后，认购价为9.39元/股（定增预案最早于2023年披露，定价9.39元未变更），持股比例由定增前20.74%上升至24.46%。
- 2025年，瑞银集团（UBS AG）、J.P. Morgan Securities PLC等2家QFII成为新进前十大股东；2026年第一季度，华夏蓝筹混合、华夏兴和混合、广发多因子混合等3只公募基金新进前十大流通股东。截至2026年3月末，公司前十大股东持股比例合计36.76%，达2022年以来最高水平。

图：三夫户外股权结构图（截至2026/3/31）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年



股权结构和管理层：实控人增持，内外资机构相继入场，股权集中度提升，管理层架构稳定

➤ 管理架构稳定，渠道经验丰富。创始人、董事长兼总经理张恒先生是资深户外运动爱好者，常年参与崇礼168越野赛、铁人三项等赛事，对户外消费者的真实需求与装备趋势有着切身体悟和敏锐洞察。公司极少空降高管，始终坚持以内部提拔为主，即便在行业高速扩张、高薪挖角频现的风口期也未照搬外部模式，而是让深谙三夫文化与渠道运作的资深员工走向管理岗位，主导从连锁零售渠道商向品牌运营商的转型，这也使得公司现任管理层在渠道管理上经验更为突出，而品牌运营能力则仍处于积极构建与务实探索的阶段。多位高管从基层成长并长期任职：副总经理贾丽玲从销售员、采购专员一路晋升至分管产品副总；张彦历任分公司经理、采购经理、大客户部总监，深耕渠道与供应链；孙雷为公司早期创投股东；董秘秦亚敏亦由内部培养提拔。核心团队整体经验扎实、任职稳定，收购X-BIONIC、上海飞蛙等外部资产后原有团队几乎全数保留，体现出极强的组织包容度与战略落地能力，为公司持续发展提供了坚实保障。

表：公司董事会及高管资料

姓名	职务	出生年份	最新薪酬(万元)	简介
张恒	董事长,董事,总经理	1970	235.12	男，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京大学，本科。三夫户外创始人，现任北京三夫户外用品股份有限公司董事长、总经理。
孙雷	董事，副总经理	1971	125.72	男，中国国籍，无境外永久居留权，对外经贸大学EMBA在读。北京三夫户外用品股份有限公司早期创投股东之一，现任北京巢山资本投资管理有限公司合伙人，北京三夫户外用品股份有限公司董事、副总经理。
邹曦	董事	1987	-	男，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于西安交通大学，硕士。历任中国航空工业集团有限公司航空综合技术研究所项目经理、北京北咨投资基金管理有限公司高级投资经理、北京金融街资本运营集团有限公司基金二部投资副总监，现任北京熙诚金睿股权投资基金管理有限公司投资二部总监、北京三夫户外用品股份有限公司董事。
李继娟	职工董事	1970	46.78	女，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，硕士。国际注册内审师、高级审计师、企业风险管理师、北京市评标专家。历任北京金兆宏业投资有限公司财务部监察经理、北京兆讯传媒股份有限公司财务经理、北京三夫户外用品股份有限公司监事会主席，现任北京三夫户外用品股份有限公司职工董事、合规部总监。
张彦	副总经理	1981	75.09	男，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，采购与供应管理专业，本科。历任上海三夫户外用品有限公司分公司经理、北京旅行鼠户外用品有限公司销售经理、北京三夫户外用品股份有限公司采购经理、大客户部总监，现任北京三夫户外用品股份有限公司副总经理。
贾丽玲	副总经理	1986	119.09	女，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于对外经济贸易大学，采购与供应管理专业，本科。历任北京三夫户外用品股份有限公司销售员、采购专员、采购主管、产品经理、产品总监，现任北京三夫户外用品股份有限公司副总经理。
罗向杰	财务总监	1975	68.96	男，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于郑州航空工业管理学院，外贸会计专业，本科，注册会计师、高级会计师。曾任北京纳米维景科技有限公司财务总监、方正医药研究院有限公司财务总监、北京北医医药有限公司财务部总经理，现任北京三夫户外用品股份有限公司财务总监。
秦亚敏	董事会秘书	1982	49.81	女，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京工业大学，国际经济与贸易专业，本科。历任北京三夫户外用品股份有限公司财务部预算专员、会计、核算主管、证券部经理，现任北京三夫户外用品股份有限公司董事会秘书。

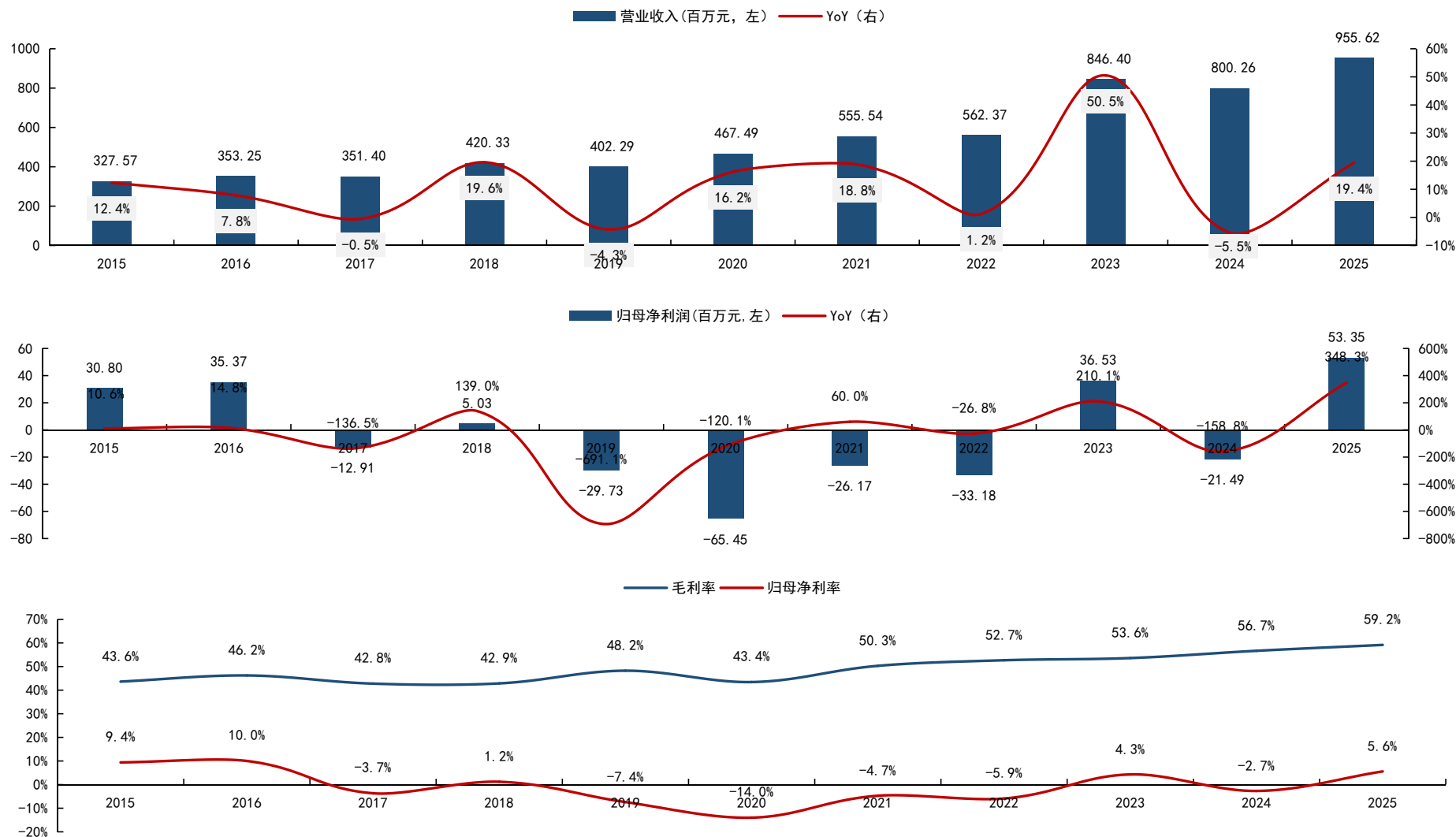
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

03

财务分析：业务理顺后重启新增长周期

- 1) 零售商时期：2015–2018年，收入稳定增长，毛利率平稳、费用率提升，盈利空间有限。公司这一阶段作为全国性专业户外用品零售商，以代理和经销多品牌为主，核心竞争力来自较早建立的门店网络、品牌资源和专业零售能力。①收入稳定增长，毛利率平稳、费用率提升：2015–2018年公司营业收入由3.3亿元上升至4.2亿元，CAGR3约+8.7%；渠道以线下门店为主。毛利率基本稳定在43%，销售费用率从20%左右提升至25%以上。②净利润波动、盈利空间有限：2015–2016年净利润稳定增长，但在2017年伴随销售费用率的增长、净利润转负，2018年扭亏至小幅盈利0.05亿元。一方面是因为行业整体进入调整期，专业户外店受电商与品牌直营冲击，传统门店模型承压；另一方面，公司为后续转型开始做铺垫，加快布局营地、赛事、户外服务等新业务，费用与投入上升。
- 2) 转型阵痛期：2019–2022年，公司开始由渠道商向品牌运营商转型，收入与毛利率持续提升，净利润因转型和跨界业务亏损承压。这一阶段公司正式开启向品牌运营商转型的过程，但转型初期毛利率增长不足以覆盖费用端抬升、叠加跨业态项目亏损，使利润端承压。①收入与毛利率保持增长、销售费用率显著提升：2019–2022年公司营业收入由4.0亿元上升至5.6亿元，CAGR3约+11.8%，增长主要由X-BIONIC单品牌店、滑雪店、线上兴趣电商的发展带动；受益于品牌化转型，毛利率从上一阶段的43%提升至50%以上，与此同时销售费用率从25%提升至37%。②净利润持续亏损：归母净利润分别为2019年–0.3亿元、2020年–0.7亿元、2021年–0.3亿元、2022年–0.3亿元。净利润表现不佳主要受以下因素影响：1、X-BIONIC品牌建设初期规模较小，品牌营销、渠道建设、门店升级和人员投入致费用率大幅上升；2、跨界业务拖累，上海悉乐（松鼠部落）在2020–2022年连续亏损（约–1,275万元、–110万元、–1,240万元）并带来部分商誉减值，叠加古德菲力长期股权投资减值影响，对利润形成拖累；3、库存商品在疫情和促销清货下可变现净值下降所带来的减值问题，这一阶段存货减值占收入比例约在3–4%。
- 3) 重启增长期：2023年至今，公司逐渐将业务理顺，跨界业务出清、主业品牌化转型逐渐兑现。公司已形成“自有品牌+独家代理品牌”矩阵，收入由少数核心品牌驱动，渠道转向“线上主导+品牌店补充+经销批发放大”。①收入与毛利率增长提速、费用率下降：2022–2025年公司营业收入由5.6亿元上升至9.6亿元，CAGR3约+19.3%，增长主要由自有+代理品牌矩阵驱动；毛利率从53%提升至59%。销售费用率从37%下降至34%左右。②净利润波动后再修复：2023年归母净利润0.365亿元实现扭亏；2024年受始祖鸟合作终止、攀山鼠出表（改为按权益法确认40%投资收益）、历史亏损项目出清、存货减值影响，归母净利润再度承压；2025年非经负面因素几乎全部缓解，归母净利润回升至0.534亿元。③减值结构梳理：上海悉乐（松鼠部落）项目在2022–2024年累计扣非亏损1.06亿元，鹰极体育三年亏损约2百万元，此外两项跨界业务还带来部分商誉减值，使得利润表显著失真。但到2024年底，相关商誉和固定资产已基本完成减值计提，2025年起对主业的拖累明显缩小，仅剩日常经营层面的约1000万元影响，且公司正在推进破产清算和资产剥离。这意味着今后三夫户外利润波动将更多由主业经营决定，而非由历史投资失误决定。此外，由于x-bionic老货积压问题，2024–2025年存货减值比例在6%以上，伴随老货出清、新品售罄率高，未来存货减值也有望缓解。剔除非核心业务和存货减值影响，公司2023–2025年净利率在10%以上。

图：公司上市至今收入/净利润/利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：转型品牌商收入稳定增长，毛利率持续提升，业务理顺后重启新增长周期

表：三夫户外渠道及门店拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025
规模					
总收入	555.54	562.37	846.40	800.26	955.62
线上销售	172.35	192.74	325.86	348.07	476.10
门店销售	281.70	288.45	417.07	281.56	290.22
批发收入	--	--	--	79.73	110.49
户外服务	64.32	55.79	72.44	56.16	61.14
大客户销售	37.18	25.39	31.04	34.73	17.67
毛利率					
总计	50.3%	52.7%	53.6%	56.7%	59.2%
线上销售	48.9%	56.4%	56.5%	64.3%	66.5%
门店销售	56.9%	60.6%	60.0%	65.2%	60.2%
批发收入	--	--	--	--	52.2%
户外服务	36.3%	8.6%	15.6%	-6.8%	20.0%
大客户销售	30.9%	--	--	--	24.5%
门店数					
总数	48	48	54	46	51
综合店	38	33	29	27	27
商圈店	4	7	13	9	13
滑雪店	6	8	12	10	11

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：转型品牌商收入稳定增长，毛利率持续提升，业务理顺后重启新增长周期

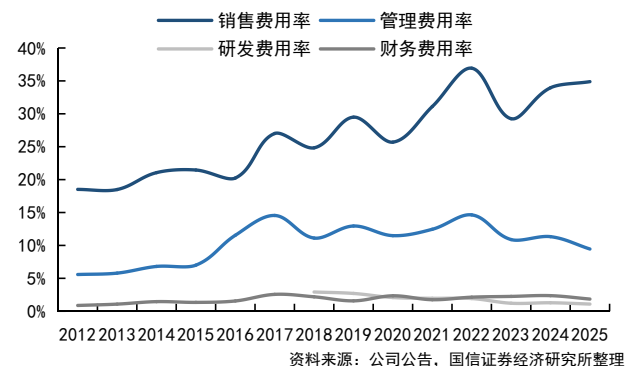
➤ 销售费用率较高，管理费用率相对稳定，现金流好转。

- 从费用率来看，销售费用率持续上行。销售费用率从2012年的18.5%升至2025年的34.9%，2022年一度达到36.9%，明显高于早期零售阶段。主因公司从多品牌零售商转向品牌运营商后，品牌推广、单品牌店/滑雪店建设、线上投流、会员运营等费用前置的结果，尤其2021年后围绕X-BIONIC持续投入最明显。管理费用率相对稳定在10%左右。
- 从经营活动现金流净额来看，2017-2022年进入显著波动和阶段性恶化期，这一阶段合计流出9800万元，主因人力成本和租金等重投入、库存增加、费用上升、非核心业务拖累；2023-2025年伴随业务理顺、收入修复，经营性现金流回正，合计流入1.55亿元，且26Q1延续改善趋势，正向流入3900万元。
- 从自由现金流来看，在公司转型+激进并购+重资产运营阶段，2017-2022年在经营现金流较差同时伴随着高额的资本开支（主要用于营地赛事等新业务建设然而效果不及预期，以及大规模的并购和品牌收购），合计流出5.3亿元；2023年后伴随经营性现金流的改善和资本开支的降低，自由现金流同步改善，合计流入近1亿元，26Q1延续改善趋势，正向流入3700万元。

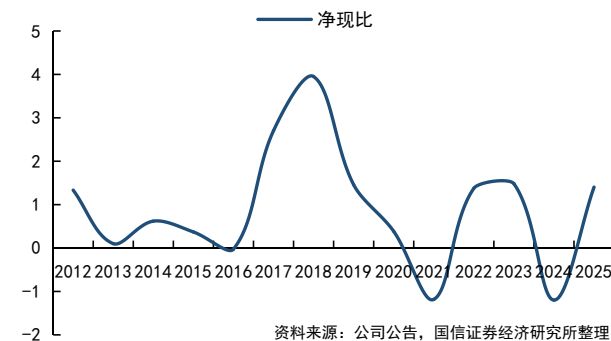
➤ 存货周转仍有压力，回款与付款节奏有所改善。

- 从周转数据来看，公司的现金流压力主要来自存货端，且近年来有所加剧。存货周转天数从2012-2018年间大多在270-300天区间波动，2019年起明显拉长，2022年增加至399天，2024-2025年更连续突破450天和470天，存货积压问题持续加深，对资金形成大量占用。应付账款周转天数在2022-2023年一度压缩至29天和17天的低位，意味着公司对上游的付款速度明显加快，进一步加剧了现金流出压力；不过这一局面在2024-2025年有所缓和，应付账款周转天数分别回升至26天和34天，逐步向正常水平修复。应收账款周转天数整体呈下降趋势，从2016年的高点44天持续回落至2025年的12天，回款效率在改善。

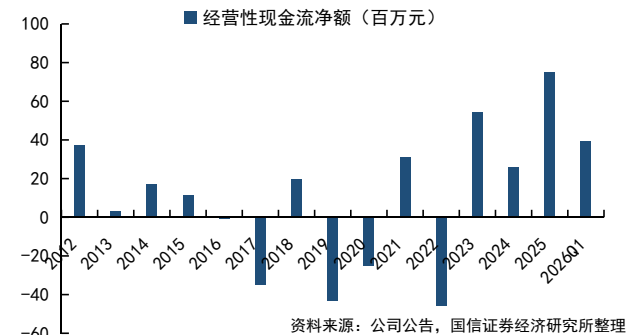
图：三夫户外费用率变化



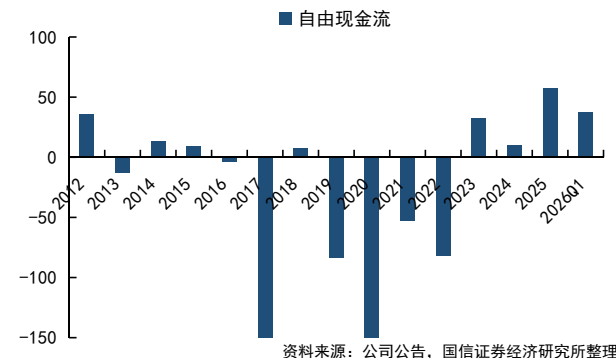
图：三夫户外净现比



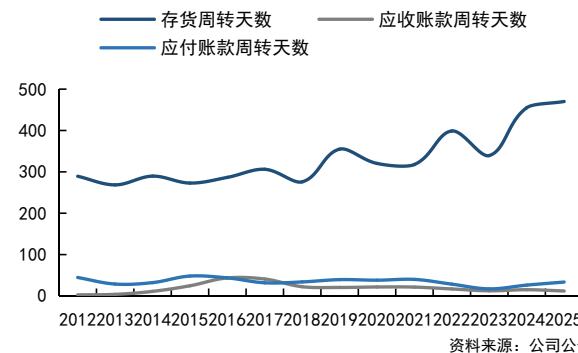
图：三夫户外经营性现金流净额（百万元）



图：三夫户外自由现金流（百万元）



图：公司周转天数变化

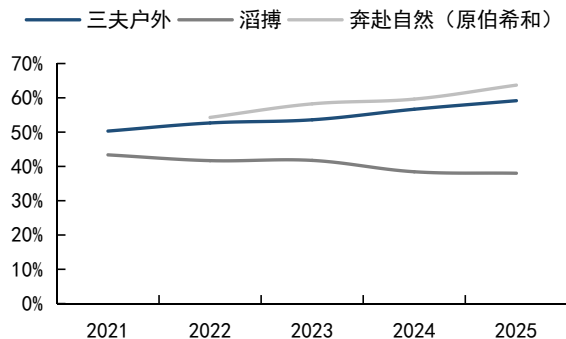


财务分析：转型品牌商收入稳定增长，毛利率持续提升，业务理顺后重启新增长周期

➤ 同业对比：品牌转型期毛利率不断提升，销售费用率同步提升，减值影响下净利率释放滞后，未来潜力较大

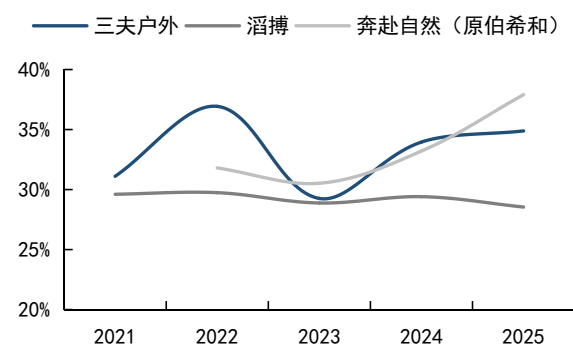
- 对比户外品牌商，奔赴自然（原伯希和）的毛利率已从2022年的54.3%升至2025年的63.7%，尽管销售费用率同步走高至37.9%，但净利率仍稳定在12.7%的高位，实现了高费用下的高盈利。对比渠道商滔搏，毛利率在40%上下波动且近两年进一步走低，受经营负杠杆影响净利率已小幅下滑至5%左右，历史稳定水平为8%左右。
- 三夫户外恰处于从渠道商向品牌商转变的过程中。毛利率端，自2021年正式开始转型以来逐年提升，已从50.3%稳步上行至2025年的59.2%，与奔赴自然的差距从8个百分点收窄至4.5个百分点，品牌化带来的溢价能力持续增强。销售费用率同步上升至34.9%，与奔赴自然37.9%的费用率比较接近。
- 而三夫户外净利率与奔赴自然有较大差距，2021年以来三年亏损，2023、2025年盈利，但净利率也仅有4-5%左右，核心是受到跨界业务亏损和商誉减值、以及老旧库存减值影响，若剔除跨界业务影响，2023-2024年公司净利率在7%以上，2025主受存货减值影响降至4.3%；若再剔除存货减值影响，2023-2025年净利率在10%以上，与奔赴自然的差距已大幅收窄，表明品牌化运营本身已具备接近品牌商标杆的盈利质量。随着历史包袱出清，净利率具备可观的向上弹性。

图：三夫户外/滔搏/奔赴自然毛利率



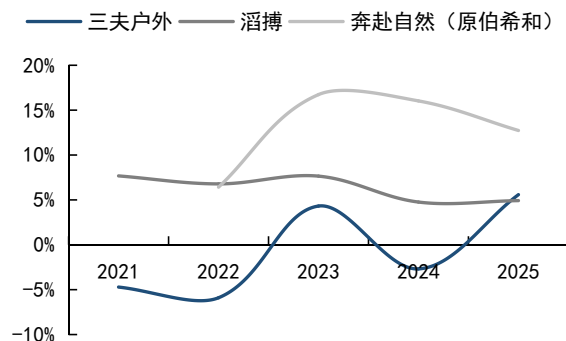
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外/滔搏/奔赴自然销售费用率



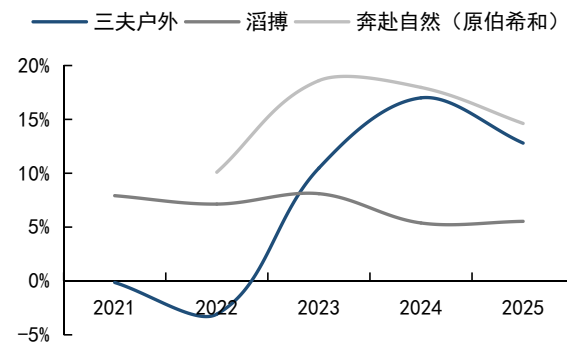
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外/滔搏/奔赴自然净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三夫户外/滔搏/奔赴自然剔除减值后净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

04 | 竞争力与成长性：“垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级”双轮驱动

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

竞争力：热爱与好品牌构筑底层壁垒

- 创始人张恒是典型的“硬核户外人”——从登山、徒步、滑雪到越野跑，他深度参与户外运动近三十年。这种对户外的真正热爱，构成了三夫户外最核心的竞争力底色：他懂产品、懂用户、懂场景。正是这种基因，让他在2011年初次接触X-BIONIC时，能敏锐洞察到这款瑞士黑科技功能内衣的产品价值。
- “热爱”决定了选品眼光。张恒早期代理的始祖鸟、北面、Patagonia等品牌，在中国户外市场尚未启蒙时就被引入；2021年斥资1000多万欧元收购X-BIONIC中国区商标和专利，更是一次“老户外人”对产品力的笃定押注。X-BIONIC“一双袜子有六个专利”的技术基因，与张恒“户外核心不是时尚，而是功能”的价值观高度契合。当前公司核心自有和代理品牌极具专业性和品牌特色，X-BIONIC坚持科技属性，HOUDINI强调极简与环保，CRISPI坚持意大利手工传统。
- 运营短板明显，确立品牌转型。然而，热爱户外不代表擅长商业运营。过去二十余年，三夫本质上是一家“渠道商”——靠卖货赚差价，缺乏品牌运营能力和自有品牌资产。这一短板在始祖鸟被安踏收购、渠道格局重塑后暴露无遗。张恒对此有清醒认知，2024年起全力推动公司从渠道向品牌转型。

图：三夫户外商业模式转型路径

一、核心商业模式演进路径



二、竞争力重构：从“卖别人的货”到“做自己的品牌”

旧模式	新模式
渠道赚差价	品牌赚溢价
依赖外部品牌授权，毛利低、无控制权，易被替代	掌握核心资产（X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI），高毛利、强定价权、构建壁垒

Insight：竞争优势从资源型（渠道网络）向能力型（品牌运营与产品定义）迁移，2025年迎来业绩释放拐点。

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商运营转型，盈利初步释放

➤ 品牌动作：X-BIONIC为核心引擎，形成“自有+独家代理”的品牌矩阵

2021年之后公司确立品牌化转型，完成对X-BIONIC中国区核心IP收购，此后陆续完成CRISPI独家代理、HOUDINI独家代理，并与Klattermusen（攀山鼠）成立合资公司，形成“自有+独家代理”的品牌矩阵。组织从横向职能制走向品牌事业部制：2024年上半年，三夫围绕“品牌化运营”进行重大架构调整，成立X-BIONIC品牌运营事业部、HOUDINI+CRISPI品牌运营事业部、LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER品牌运营事业部以及户外渠道运营事业部，由原来的横向职能管理，转为围绕品牌独立运营。这一步是三夫从“做很多品牌的零售公司”向“运营多个品牌的平台公司”过渡的关键节点。

● 自有品牌X-BIONIC成为核心增长引擎及转型的探路标杆

创始人张恒曾表示“X-BIONIC是我们做品牌管理的实验室，我们做对了一些事，也做错了一些事”。所谓做对的事便是用最好的材料、打造最好的产品；做错的事是产品线太宽、价格贵成本高但营销没有跟上。

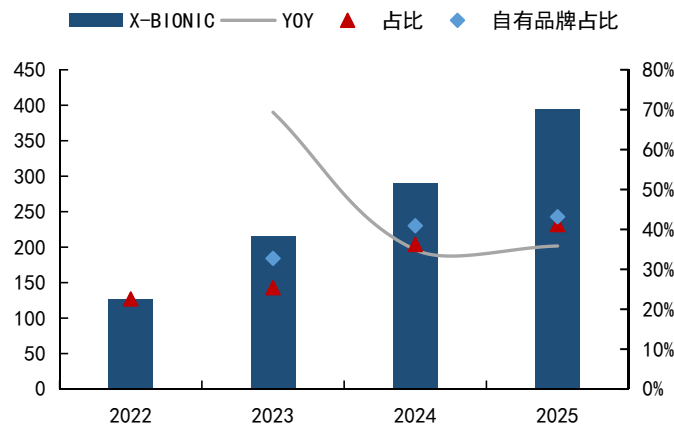
因此X-BIONIC在这波户外热潮中，并没有在初期特别好的抓住红利，但在公司不断试错、调整，叠加本身厚实的品牌和产品功底下，品牌展现出厚积薄发的势头：

公司报表端收入，从22年的1.27亿增长至2025年的3.94亿，CAGR3为45.9%，占公司整体收入的比例从22.6%提升至41.2%，进而公司全部自有品牌占比提升至43.2%；

从电商数据来看，X-BIONIC从2024Q2开始增长提速，与户外鞋服行业整体电商增长趋势有差异，行业在此之后增长降速，而X-BIONIC从24Q2到25Q4延续40%以上增速，25Q4单季电商销售额超1.5亿元；26Q1同比+37.8%至0.7亿元，成为今年行业里增长领跑的品牌。

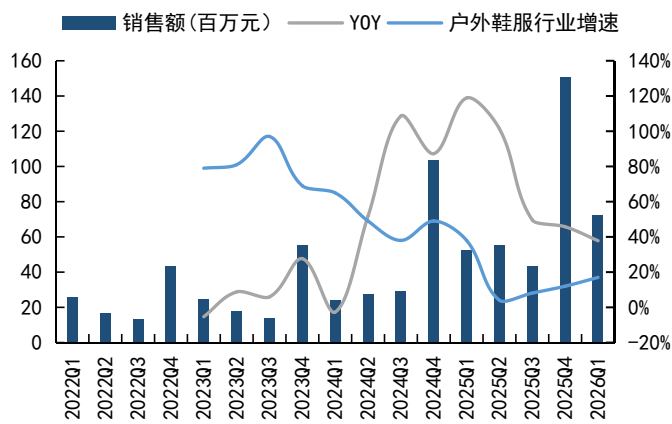
从电商品类结构看，品牌外穿品类占比持续提升。功能内衣裤（内搭）占比从2021年的52.3%降至2025年的8.3%；同期保暖棉服（2.5%→8.8%）、软壳衣裤（0.1%→7.0%）、运动外套（1.2%→6.1%）等外穿品类占比快速提升。

图：X-BIONIC收入/增速/占比（百万元）



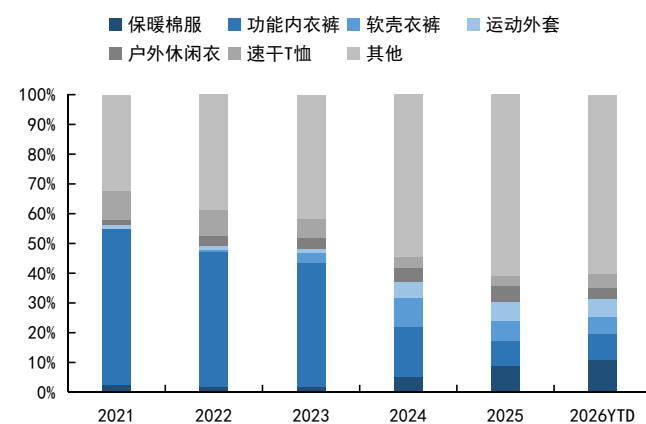
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC电商三平台销售额及增速（百万元）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC电商三平台品类结构



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商运营转型，盈利初步释放

● 从单点突破到多品牌接力

- 经历X-BIONIC的试错，公司进一步把成功方法论复制到独家代理品牌上。以CRISPI和HOUDINI为例，前者通过鞋靴专业性与都市机能场景切入，后者通过环保、极简和女性审美偏好形成差异化。从占比看，CRISPI和HOUDINI在2025年收入占比均达到11%以上。

• 从增速看：

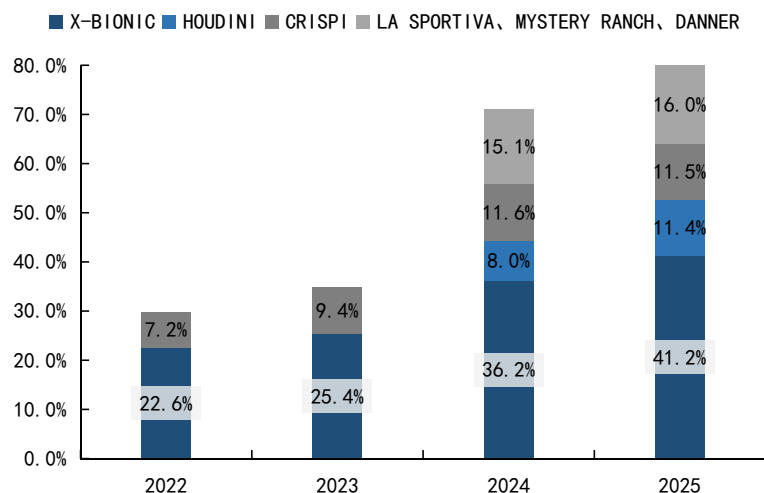
HOUDINI是当前最具弹性的独代品牌。2024年收入0.64亿元；2025年进一步增长至1.09亿元，同比再增69.07%。其背后是“北欧户外美学+轻奢定位+女性友好”的差异化人群切入，以及经销渠道快速铺开。

CRISPI则体现为更稳健的增长曲线：2024年收入0.93亿元、同比增长16.5%，2025年收入1.09亿元、同比增长17.68%，并且2025年批发客户数量同比增长23.47%。

LA SPORTIVA、MYSTERY RANCH、DANNER三品牌合计2024年收入1.21亿元、同比增23.9%，2025年进一步达到1.53亿元、同比增26.58%。

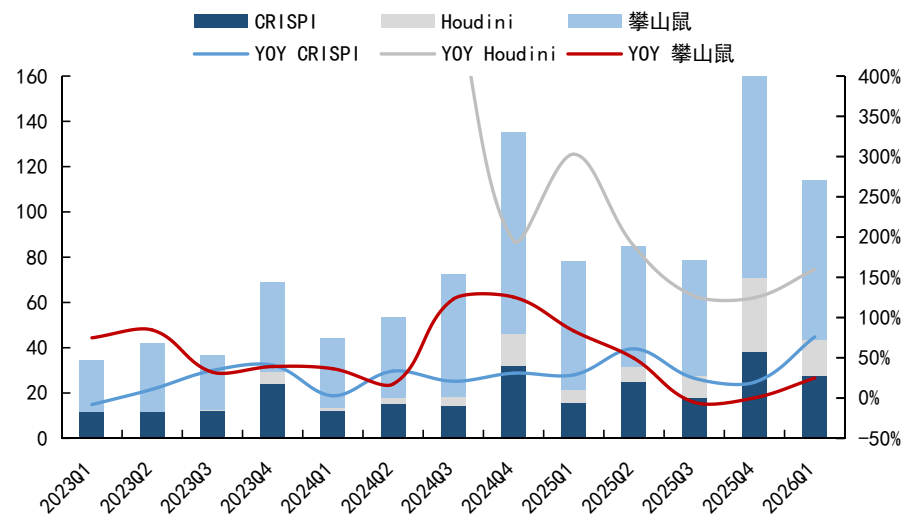
- 从电商数据来看，HOUDINI体量较小持续保持较快增长，24Q3-26Q1各季度同比增速均在100%以上；CRISPI增速相对稳定，基本在20-30%，26Q1提速到76%；攀山鼠体量较大、发力时间较早，23年开始便有70-80%的快速增长，25下半年增速回落，26Q1再次提速至25%。

图：公司核心品牌收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：核心品牌电商三平台销售额及增速（百万元）



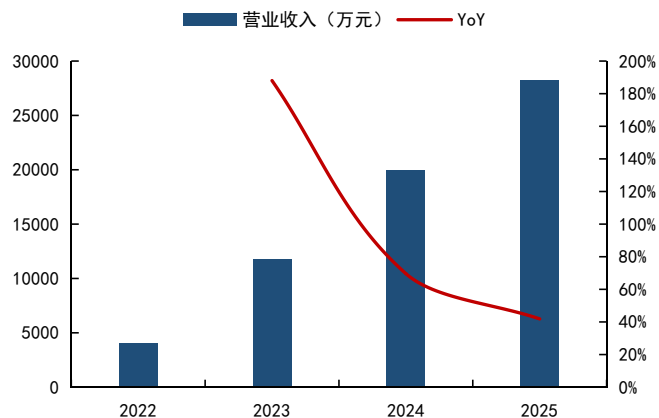
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商运营转型，盈利初步释放

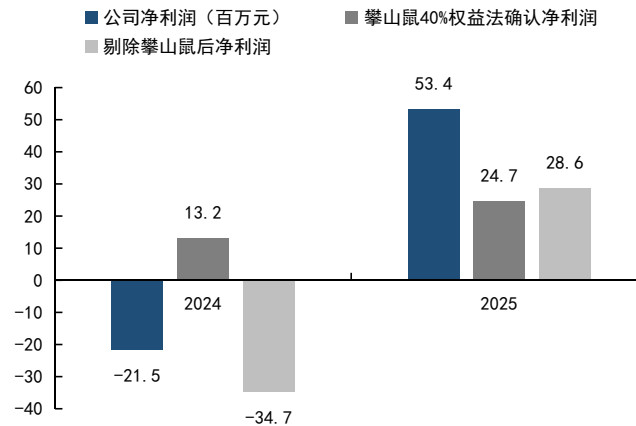
- 攀山鼠收入利润持续高增，成为公司利润端重要支柱
- 收入体量持续放大，已成长为公司核心品牌资产之一。据公司年报披露，攀山鼠2022年营业收入约0.4亿元；2023年实现营业收入1.17亿元，同比+188%；2024年实现营业收入1.99亿元，同比+69.6%；2025年实现营业收入2.82亿元，同比+41.8%。
- 利润体量快速提升，盈利能力强。2024年攀山鼠实现净利润3291万元，2025年进一步提升至6177万元，同比+87.7%；对应净利率由16.5%提升至21.9%，提升约5.4pct。
- 对公司利润贡献度高，已成为公司利润端重要支柱。2024年起攀山鼠运营主体改为联营公司，收入不再并表，三夫按40%权益确认投资收益。2024/2025年分别为三夫贡献利润约1317/2471万元，占公司整体收入的1.6%/2.6%。其中，2025年对公司贡献利润约占公司整体归母净利润的46%；2024年在公司整体亏损背景下，攀山鼠仍显著对冲了公司部分利润压力。从业绩表现看，攀山鼠已成为公司利润端的重要来源之一，在联营口径下对公司投资收益和整体归母利润形成明显支撑。

图：攀山鼠收入/YOY



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：攀山鼠40%权益法确认后的净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商转型，盈利初步释放

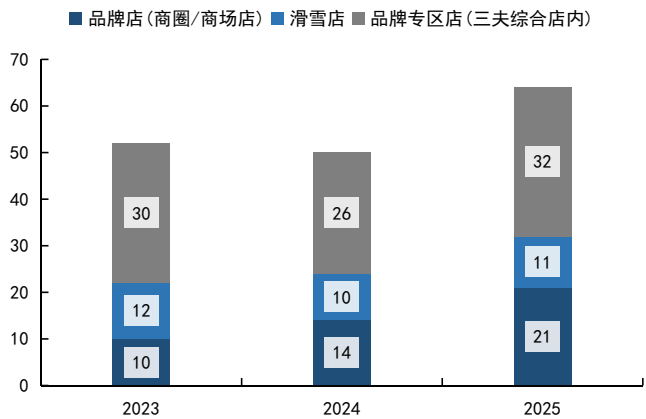
➤ 渠道变革：从街边店到全域零售，线下综合店转型单品牌商圈店

在渠道上，公司同步改变X-BIONIC的展示方式。2021年前，X-BIONIC主要存在于多品牌综合店的品牌专区；收购完成后，公司开始在高端商圈独立开店，并布局优质滑雪场。2022年开出北京国贸旗舰店、成都SKP店、北京SKP冬季店、成都融创雪世界店、崇礼滑雪店等新店，到2023年形成15家X-BIONIC单品牌店，2025年底X-BIONIC已在全国布局64家线下门店，其中品牌商圈店21家、滑雪专业店11家、品牌专区店32家（综合店内）；2026年品牌商圈店进一步提速，预计新开12-15家。

渠道选择背后是明确的品牌运营逻辑：高端品牌的定价与心智，必须通过高势能场景验证。国贸、SKP、万象城等商圈，负责建立“高端科技户外”认知；崇礼、长白山、松花湖等雪场，则负责验证产品在核心专业场景中的可信度。公司并非单纯追求店数，而是在通过店型和区位塑造品牌阶层属性。

创始人曾表示，过去街边店租金每平米月租金为100-300元，高端商场店每平米月租金为500-2000元，是之前的5倍。从店效来看，新模式坪效也远高于旧模式，根据公司公告的店效前10店铺，X-BIONIC 133平的沈阳万象城店，店效仅次于2247平上海万体店，若假设销售额类似，万象城店坪效是万体店的17倍。

图：X-BIONIC不同类型门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：X-BIONIC 店铺形象



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：销售收入排名前5门店

序号	门店名称	开业日期	合同面积（m2）
1	万体店	2005年3月	2,247.64
2	X-BIONIC沈阳万象城店	2024年2月	133
3	五棵松店	2017年2月	1,252.28
4	铁像寺水街店	2021年10月	998.01
5	浑南天惠广场店	2019年8月	571.22

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商转型，盈利初步释放

➤ 渠道变革：从街边店到全域零售，综合店转型单品牌商圈店

HOUDINI与CRISPI的线下逻辑则略有不同。HOUDINI打造“专业渠道+商场渠道+线上渠道”的立体布局，覆盖国内核心城市，其中上海、北京等一线城市开出高端商场品牌首店，截至2025年末拥有37家专业渠道品牌专区店和12家商场品牌店，2025年分别净开13/8家，2026年计划新开单品牌店3-4家。其“静奢户外”定位决定了商场渠道和沉浸式零售空间更重要，线下空间不仅卖产品，更在传递北欧极简、环保和生活方式理念。

CRISPI则更偏向“专业渠道+店中店”扩张模式。2024年其已在三夫综合店及经销商渠道设立52个品牌专区，部分门店通过“意大利手工匠心”巡展和产品体验活动，实现部分门店复购率25%以上；2025年10月，CRISPI中国首家高端商场店落地上海浦东嘉里城一层，2026年计划新开单品牌店2-3家。CRISPI并不急于重资产大规模直营，而是通过专业渠道深耕核心登山徒步客群，提升专业用户触达深度。

此外线上渠道占比也不断提升，从2017年的20.8%提升至2025年的49.8%；线上营收4.76亿元，同比增长36.78%。根据第三方数据，核心三大品牌在天猫+京东+抖音三平台2025年销售额4.54亿元，同比+61.7%；若加上攀山鼠，合计销售额7.04亿元，同比+43.6%。

图：HOUDINI店铺形象



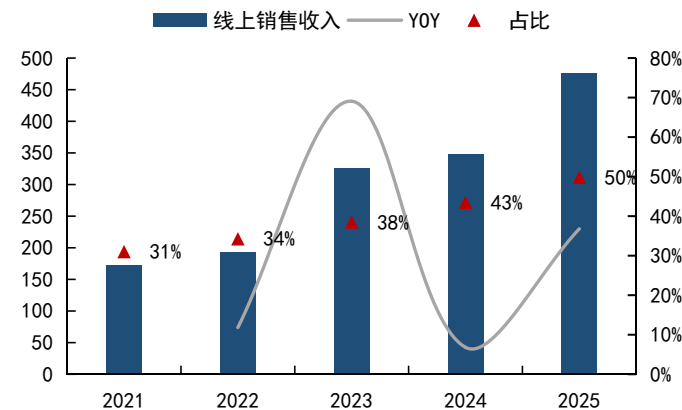
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：CRISPI国内首店



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司线上渠道收入占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动



成长性：确立向品牌商转型，盈利初步释放

➤ 渠道变革：从街边店到全域零售，综合店转型单品牌商圈店

由于品牌店的单店盈利水平显著好于专区店，未来开店以品牌店为主，2026计划开设X-BIONIC大面积单品牌店12-15家，HOUDINI单品牌店3-4家，CRISP I单品牌店2-3家，三夫战术户外店2-3家；渠道模型向商场店转型的过程中，品牌的盈利端增速将明显高于品牌收入端增速。

图：品牌门店拆分

门店	2023	2024	2025	2026E
X-BIONIC门店				
品牌店(商圈店)	10	14	21	34
YoY		40.0%	50.0%	61.9%
滑雪店	12	10	11	11
专业渠道品牌专区店	30	26	32	32
线下门店总计	52	50	64	77
YoY		-3.8%	28.0%	20.3%
HOUDINI门店				
品牌店(商圈店)		4	12	15
YoY			200.0%	25.0%
专业渠道品牌专区店		24	37	37
线下门店总计		28	49	52
YoY			75.0%	6.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

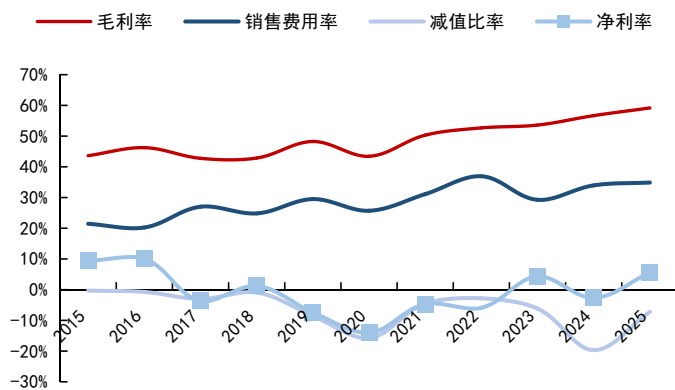
竞争力与成长性：垂类专业品牌资产运营+全域渠道升级双轮驱动

成长性：确立向品牌商转型，盈利初步释放

➤ 改革成效：毛利率先行改善，非核心业务逐步出清，利润初步释放

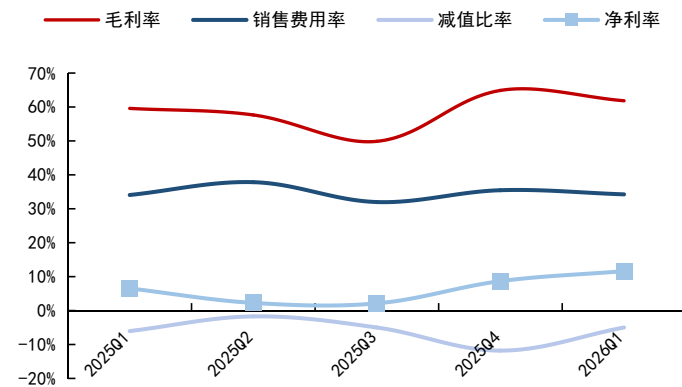
- **品牌转型带动毛利率提升。**传统代理经销毛利率较低，而X-BIONIC等自有品牌与CRISPI、HOUDINI等独家代理品牌具备更高定价权与产品溢价，因此自有品牌占比从2020年的8%提升至2025年的43.2%后，公司毛利率自然从43.4%抬升至59.2%，尤其24-25年伴随自有品牌和独家代理品牌的快速增长，毛利率显著提升。
- **品牌化意味着费用前置，销售费用率同步提升。**销售费用率总体上行，尤其在2020年后明显跃升，2022年接近37%，2023年降至30%以下，2024-2025年来到34%以上。主因公司向品牌商转型过程中，需要通过门店开设、装修升级、品宣投放、赛事合作和社群运营换取收入扩张。未来盈利改善的关键不在于销售费用绝对值下降，而在于销售费用率能否在收入继续增长的情况下稳定甚至缓慢回落。短期公司管理层表示，短期销售费用率不会出现明显变化，大概率仍维持高位。
- **存货减值与非核心业务出清是净利率释放的外部约束解除。**上海悉乐（松鼠部落）项目在2022—2024年累计扣非亏损1.06亿元，鹰极体育三年亏损约2百万元，此外两项跨界业务还带来部分商誉减值，使得利润表显著失真。但到2024年底，相关商誉和固定资产已基本完成减值计提，2025年起对主业的拖累明显缩小，仅剩日常经营层面的约1000万元影响，且公司正在推进破产清算和资产剥离。这意味着今后三夫户外利润波动将更多由主业经营决定，而非由历史投资失误决定。此外，由于x-bionic老货积压问题，2024-2025年存货减值比例在6%以上，伴随老货出清、新品售罄率高，未来存货减值也有望缓解。剔除非核心业务和存货减值影响，公司2023-2025年净利率在10%以上。
- 25Q4-26Q1出现盈利拐点，连续两季单季归母净利润超3000万。

图：关键财务指标（年度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：关键财务指标（季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

05 | 盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计2026~2028年总收入分别为11.63亿元、14.17亿元、17.23亿元，同比增长21.7%、21.8%、21.6%。

● 分渠道看：

1) 线上渠道：预计2026~2028年收入分别为5.91亿元、7.20亿元、8.76亿元，分别增长24.2%、21.8%、21.6%。线上渠道为公司核心增长引擎，2025年线上收入占比已达49.8%，预计2026~2028年线上收入占比提升至50.8%左右保持稳定。

2) 门店销售：预计2026~2028年收入分别为3.59亿元、4.51亿元、5.59亿元，分别增长23.7%、25.7%、23.9%。随着X-BIONIC、HOUDINI等自有及核心代理品牌商场门店持续拓展，店效提升，预计2026年起门店收入重回较快增长。2025年门店收入占比30.4%，预计2026~2028年门店收入占比分别降至30.9%、31.9%、32.5%。

3) 批发收入：预计2026~2028年收入分别为1.35亿元、1.64亿元、1.99亿元，分别增长21.7%、21.8%、21.6%。2025年批发收入占比11.6%，预计2026~2028年批发收入占比保持稳定。

4) 户外服务：预计2026~2028年收入保持0.61亿元不变。户外服务业务目前主要为赛事，亲子户外乐园（松鼠部落）业务已基本出清。

5) 大客户销售：预计2026~2028年收入分别为0.17亿元、0.20亿元、0.28亿元，分别增长-1.8%、16.9%、35.8%。大客户销售主要为团购及企业客户业务，2025年下滑主因公司主动将增长重心从低占比、低确定性的新客户渠道，转向增长更快的C端渠道，因此我们预计未来大客户销售占比将稳定在2%以下。

图：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	846	800	956	1163	1417	1723
分渠道						
线上销售	325.86	348.07	476.10	591.22	719.96	875.55
门店销售	417.07	281.56	290.22	359.13	451.49	559.40
批发收入	—	79.73	110.49	134.50	163.79	199.19
户外服务	72.44	56.16	61.14	61.14	61.14	61.14
大客户销售	31.04	34.73	17.67	17.35	20.28	27.54
分品牌						
X-BIONIC	214.86	289.86	393.78	551.29	744.24	1,004.73
HOUDINI		64.33	108.76	119.64	143.56	165.10
CRISPI	79.77	92.98	109.42	125.83	144.71	159.18
LA SPORTIVA等		120.73	152.82	175.74	193.32	202.98
其他品牌	479.33	176.20	129.70	129.70	129.70	129.70
收入YOY	50.5%	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
分渠道						
线上销售	69.1%	6.8%	36.8%	24.2%	21.8%	21.6%
门店销售	44.6%	-32.5%	3.1%	23.7%	25.7%	23.9%
批发收入			38.6%	21.7%	21.8%	21.6%
户外服务	29.9%	-22.5%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
大客户销售	22.2%	11.9%	-49.1%	-1.8%	16.9%	35.8%
分品牌						
X-BIONIC	69%	35%	36%	40%	35%	35%
HOUDINI			69%	10%	20%	15%
CRISPI	97%	17%	18%	15%	15%	10%
LA SPORTIVA等			27%	15%	10%	5%
其他品牌	41%	-63%	-26%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计2026~2028年总收入分别为11.63亿元、14.17亿元、17.23亿元，同比增长21.7%、21.8%、21.6%。

● 分品牌看：

1) X-BIONIC：预计2026~2028年收入分别为5.51亿元、7.44亿元、10.05亿元，分别增长40.0%、35.0%、35.0%。X-BIONIC为公司核心自有品牌，2025年实现收入3.94亿元，同比增长36.0%，占公司总收入比重达41.2%。随着品牌知名度提升、产品线扩充及渠道持续拓展，预计X-BIONIC将继续保持高速增长，三年收入有望突破10亿，2026~2028年收入占比分别提升至47.4%、52.5%、58.3%。

2) HOUDINI：预计2026~2028年收入分别为1.20亿元、1.44亿元、1.65亿元，分别增长10.0%、20.0%、15.0%。2026年增速放缓主要因门店和供应链调整，预计调整后2027~2028年将恢复较快增长。2025年HOUDINI收入占比11.4%，预计2026~2028年占比分别为10.3%、10.1%、9.6%。

3) CRISPI：预计2026~2028年收入分别为1.26亿元、1.45亿元、1.59亿元，分别增长15.0%、15.0%、10.0%，收入占比分别维持在10.8%、10.2%、9.2%左右。

4) LA SPORTIVA+MYSTERY RANCH+DANNER：预计2026~2028年收入分别为1.76亿元、1.93亿元、2.03亿元，分别增长15.0%、10.0%、5.0%。2025年三品牌收入占比16.0%，预计2026~2028年占比分别为15.1%、13.6%、11.8%。

图：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	846	800	956	1163	1417	1723
分渠道						
线上销售	325.86	348.07	476.10	591.22	719.96	875.55
门店销售	417.07	281.56	290.22	359.13	451.49	559.40
批发收入	—	79.73	110.49	134.50	163.79	199.19
户外服务	72.44	56.16	61.14	61.14	61.14	61.14
大客户销售	31.04	34.73	17.67	17.35	20.28	27.54
分品牌						
X-BIONIC	214.86	289.86	393.78	551.29	744.24	1,004.73
HOUDINI		64.33	108.76	119.64	143.56	165.10
CRISPI	79.77	92.98	109.42	125.83	144.71	159.18
LA SPORTIVA等		120.73	152.82	175.74	193.32	202.98
其他品牌	479.33	176.20	129.70	129.70	129.70	129.70
收入YOY	50.5%	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
分渠道						
线上销售	69.1%	6.8%	36.8%	24.2%	21.8%	21.6%
门店销售	44.6%	-32.5%	3.1%	23.7%	25.7%	23.9%
批发收入			38.6%	21.7%	21.8%	21.6%
户外服务	29.9%	-22.5%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
大客户销售	22.2%	11.9%	-49.1%	-1.8%	16.9%	35.8%
分品牌						
X-BIONIC	69%	35%	36%	40%	35%	35%
HOUDINI			69%	10%	20%	15%
CRISPI	97%	17%	18%	15%	15%	10%
LA SPORTIVA等			27%	15%	10%	5%
其他品牌	41%	-63%	-26%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

假设前提

2、**毛利率**：预计2026~2028年分别为60.1%、60.9%、61.4%。一方面基于公司品牌结构优化，高毛利自有品牌X-BIONIC收入占比持续提升；另一方面线上渠道毛利率维持在66.5%的较高水平，门店毛利率随门店结构变化、品牌商场店占比提升，有望从60.2%不断提升至63.2%。公司整体毛利率伴随品牌及渠道结构变化稳健提升。

3、**费用率**：1) 假设2026~2028年管理费用率从8.5%逐步降至7.9%，研发费用率维持在1.1%，基本保持稳定；2) 公司有息负债率处于合理水平，财务费用率预计维持在1.8%左右；3) 由于公司各渠道仍在扩张，同时线上渠道投放费用较高，我们预计公司销售费用率仍保持在历史较高水平，假设2026~2028年销售费用率分别为35.0%、35.0%、34.5%，2028年随规模效应显现略有下降。

4、**其他经营收益指标**：

1) **资产减值损失**：预计2026~2028年资产减值损失率分别为-5.3%、-4.8%、-4.3%，较2025年的-6.5%持续改善。资产减值损失过去主要为上海悉乐（松鼠部落）的固定资产减值，目前已基本出清；此外2024-2025年还有6.3%的存货跌价准备，未来伴随老旧库存出清以及新品售罄率提升，存货减值比例有望下降。

2) **投资净收益**：预计2026~2028年投资净收益率分别为2.2%、2.3%、2.4%，逐年小幅提升。2025年投资净收益率为2.1%，主要来源于联营企业克拉特慕森（北京）户外用品有限公司（攀山鼠中国运营公司，三夫户外持股40%）确认的投资收益，当前假设是基于未来公司持股比例不变，未来三年收入复合增速双位数，利润率持续提升，利润复合增速20%+。

5、**所得税率**：预计在2026~2028年所得税率维持在30%。

6、**归母净利润**：预计2026~2028年分别为0.93亿元、1.29亿元、1.80亿元，增速分别为73.5%、39.1%、40.1%。归母净利率预计从2025年的5.6%提升至2028年的10.5%，盈利能力持续改善，主要受益于收入规模扩张、毛利率提升、投资收益提升、资产减值损失降低。

图：公司盈利预测假设条件

（单位：百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	53.6%	56.7%	59.2%	60.1%	60.9%	61.4%
线上销售	56.5%	64.3%	66.5%	66.5%	66.5%	66.5%
门店销售	60.0%	65.2%	60.2%	61.2%	62.2%	63.2%
批发收入			52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
户外服务	15.6%	-6.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
大客户销售			24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
费用率						
销售费用率	29.3%	34.0%	34.9%	35.0%	35.0%	34.5%
管理费用率	10.9%	11.3%	9.5%	8.5%	8.2%	7.9%
研发费用率	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
财务费用率	2.3%	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他经营收益率	-5.7%	-17.6%	-4.3%	-2.7%	-2.1%	-1.5%
资产减值损失	-5.6%	-19.5%	-6.5%	-5.3%	-4.8%	-4.3%
投资净收益	0.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
所得税率	28%	-1%	30%	30%	30%	30%
归母净利润	36.53	-21.49	53.35	92.57	128.78	180.41
YOY	-210.1%	-158.8%	348.2%	73.5%	39.1%	40.1%
归母净利率	4.3%	-2.7%	5.6%	8.0%	9.1%	10.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

- 由于公司近几年影响利润的非持续经营因素较多，我们将整体利润按主业、攀山鼠和跨界业务进行拆分，可以看出，未来如果随着跨界业务的影响降低，以及品牌主业净利润的快速成长，公司整体净利润和盈利水平将呈现明显上升的趋势。

图：公司盈利拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润合计	36.53	-21.49	53.35	92.57	128.78	180.41
表内主业净利润	60.21	62.59	41.18	72.12	99.63	139.80
主业加回存货减值	95.26	113.37	101.04	133.36	167.12	213.26
攀山鼠贡献投资收益		13.17	24.71	31.78	40.12	50.51
其他跨界业务净利润及商誉减值影响	-23.67	-97.25	-11.22	-11.34	-10.97	-9.90
净利率合计	4.3%	-2.7%	5.6%	8.0%	9.1%	10.5%
表内主业净利润	7.1%	7.8%	4.3%	6.2%	7.0%	8.1%
主业加回存货减值	11.3%	14.2%	10.6%	11.5%	11.8%	12.4%
攀山鼠贡献投资收益	0.0%	1.6%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
其他跨界业务净利润及商誉减值影响	-2.8%	-12.2%	-1.2%	-1.0%	-0.8%	-0.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

未来3年业绩预测

我们预计2026~2028年收入分别为11.6/14.2/17.2亿元，同增21.7%/21.8%/21.6%；归母净利润分别为0.93/1.29/1.8亿元，同增73.5%/39.1%/40.1%。每股收益分别为0.56/0.78/1.09元。

表：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,163	1,417	1,723
(+/-%)	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
净利润(百万元)	-21	53	93	129	180
(+/-%)	-158.8%	348.2%	73.5%	39.1%	40.1%
每股收益(元)	-0.14	0.32	0.56	0.78	1.09
EBIT Margin	9.6%	13.0%	14.9%	15.9%	17.3%
净资产收益率 (ROE)	-3.2%	6.8%	10.7%	13.2%	15.9%
市盈率 (PE)	-100.0	42.3	24.4	17.5	12.5
EV/EBITDA	25.5	19.7	16.9	13.5	10.5
市净率 (PB)	3.22	2.85	2.60	2.31	1.99

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司2026-2028年净利润分别为1.02/1.48/2.13亿元；2）中性假设下，公司2026-2028年净利润分别为0.93/1.29/1.8亿元；3）悲观假设下，公司2026-2028年净利润分别为0.80/1.15/1.58亿元。

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	800	956	1,184	1,468	1,817
(+/-%)	-5.5%	19.4%	23.9%	24.0%	23.8%
净利润(百万元)	-21	53	102	148	213
(+/-%)	-158.8%	348.2%	91.7%	44.4%	44.5%
摊薄EPS	-0.14	0.32	0.62	0.89	1.29
中性预测					
营业收入(百万元)	800	956	1,163	1,417	1,723
(+/-%)	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
净利润(百万元)	-21	53	93	129	180
(+/-%)	-158.8%	348.2%	73.5%	39.1%	40.1%
摊薄EPS(元)	-0.14	0.32	0.56	0.78	1.09
悲观的预测					
营业收入(百万元)	800	956	1,119	1,351	1,630
(+/-%)	-5.5%	19.4%	17.0%	20.8%	20.7%
净利润(百万元)	-21	53	80	115	158
(+/-%)	-158.8%	-348.2%	49.3%	44.2%	37.7%
摊薄EPS	-0.14	0.32	0.48	0.69	0.96
总股本（百万股）	158	165	165	165	165

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

06 | 估值与投资建议

估值与投资建议：看好公司进入业绩释放期



考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：15.5~18.8元

在多品牌共同推动下收入增长，以及品牌结构和渠道结构变化带来利润率提升，我们预计公司在未来几年收入和毛利率保持一定增速，费用率基本保持稳定，具体假设情况如下表所列示：

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	1.2%	50.5%	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%	14.3%	11.7%
毛利率	52.7%	53.6%	56.7%	59.2%	60.1%	60.9%	61.4%	62.0%	62.3%
管理费用/营业收入	14.6%	10.9%	11.3%	9.5%	8.5%	8.2%	7.9%	7.9%	7.9%
销售费用/销售收入	36.9%	29.3%	34.0%	34.9%	35.0%	35.0%	34.5%	34.0%	33.8%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	-14.2%	27.6%	-1.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%	30.4%
股利分配比率	16.4%	-33.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.2	T	30.41%
无风险利率	2.00%	Ka	9.20%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆Beta	1.50
公司股价（元）	13.46	Ke	10.98%
发行在外股数（百万）	165	E/（D+E）	73.79%
股票市值（E，百万元）	2226	D/（D+E）	26.21%
债务总额（D，百万元）	790	WACC	9.20%
Kd	6.00%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

估值与投资建议：看好公司进入业绩释放期



根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司价值区间为15.5~18.8元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

17.01		WACC变化				
		8.6%	8.9%	9.20%	9.5%	9.8%
永续 增长 率变 化	2.6%	21.51	19.93	18.51	17.21	16.03
	2.4%	20.84	19.34	17.98	16.74	15.60
	2.2%	20.21	18.78	17.48	16.29	15.20
	2.0%	19.61	18.25	17.01	15.87	14.82
	1.8%	19.06	17.75	16.56	15.46	14.46
	1.6%	18.53	17.28	16.14	15.08	14.11
	1.4%	18.04	16.84	15.74	14.72	13.78

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

相对估值：17.1~19.5元

三夫户外作为我国户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年，近年成功实现从零售渠道商向品牌运营商的战略转型。公司聚焦"自有品牌+全国独家代理品牌"发展战略，以X-BIONIC为核心的自有品牌持续发力，各品牌矩阵协同放量，线上渠道实现快速增长，线下渠道盈利能力强的品牌商场店加速开店。2025年公司业绩扭亏为盈，2026年一季度延续高增态势，盈利拐点已现。我们看好公司品牌化转型下多品牌矩阵的协同效应，以及线下门店扩张与线上渠道增长双轮驱动带来的业绩弹性，预计公司2025~2027年净利润复合增速为55.4%。

运动服饰行业龙头安踏体育、李宁、特步国际、361度均为港股上市公司，高端户外品牌集团亚玛芬体育为美股上市公司，我们主要参考这五家公司的估值。三夫户外与国产运动龙头相比，市值较小、业绩弹性更大，未来预期增速显著更快，正处于品牌化转型的快速成长期。运动龙头当前2026年PE对应2025~2027年复合增速的PEG平均约1.4x；与三夫比较类似、增速高但规模更大的亚玛芬体育PEG为0.9x；三夫户外当前股价对应2026年PE为23.7x，2026年PE对应2025~2027年复合增速的PEG为0.43x，显著低于可比公司水平。考虑到三夫户外仍处于品牌发展早期，规模效应释放后运营效率有望持续提升，但相较于成熟运动龙头，其业绩确定性及品牌护城河尚处于构建阶段，故给予一定估值折价。若给予三夫户外2027年0.40~0.45xPEG，即对应2027年 22~25x PE，对应目标价17.1~19.5元。

表：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 2025-2027	PEG 2026	总市值 人民币亿元
002780.SZ	三夫户外	优于大市	13.27	0.32	0.56	0.78	41.1	23.7	17.0	55.4%	0.43	22
可比公司												
2020.HK	安踏体育	优于大市	65.05	4.86	5.00	5.62	13.4	13.0	11.6	7.6%	1.72	1831
2331.HK	李宁	优于大市	15.55	1.14	1.11	1.31	13.7	14.1	11.9	7.3%	1.93	405
1368.HK	特步国际	优于大市	3.83	0.49	0.46	0.54	7.8	8.3	7.0	5.6%	1.49	108
1361.HK	361度	优于大市	4.14	0.63	0.71	0.78	6.5	5.8	5.3	11.3%	0.51	90
AS.N	亚玛芬体育	无评级	272.33	5.15	7.90	9.87	52.9	34.5	27.6	38.5%	0.90	1378

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：无评级公司盈利预测来自Bloomberg

估值与投资建议：看好公司进入业绩释放期



投资建议：看好公司进入业绩释放期。三夫户外作为我国户外多品牌运营商，深耕户外产业近30年，近年成功实现从零售渠道商向品牌运营商的战略转型。公司聚焦"自有品牌+全国独家代理品牌"发展战略，以X-BIONIC为核心的自有品牌持续发力，各品牌矩阵协同放量，线上渠道实现快速增长，线下渠道盈利能力强的品牌商场店加速开店。2025年公司业绩扭亏为盈，2026年一季度延续高增态势，盈利拐点已现。我们看好公司品牌化转型下多品牌矩阵的协同效应，以及线下门店扩张与线上渠道增长双轮驱动带来的业绩弹性。预计2026~2028年净利润分别为0.93亿元、1.29亿元、1.80亿元，同比增长73.5%、39.1%、40.1%。给予"优于大市"评级，根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间17.1~18.8元，合理估值对应2027年22~24x PE，约0.40~0.43x PEG。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	800	956	1,163	1,417	1,723
(+/-%)	-5.5%	19.4%	21.7%	21.8%	21.6%
净利润(百万元)	-21	53	93	129	180
(+/-%)	-158.8%	348.2%	73.5%	39.1%	40.1%
每股收益(元)	-0.14	0.32	0.56	0.78	1.09
EBIT Margin	9.6%	13.0%	14.9%	15.9%	17.3%
净资产收益率(ROE)	-3.2%	6.8%	10.7%	13.2%	15.9%
市盈率(PE)	-100.0	42.3	24.4	17.5	12.5
EV/EBITDA	25.5	19.7	16.9	13.5	10.5
市净率(PB)	3.22	2.85	2.60	2.31	1.99

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

07 | 风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在17.1~18.8元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价6.0%，WACC为9.2%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司2027年PEG作为相对估值的参考，最终给予公司 22~24x PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对品牌增长、渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司门店渠道拓展进度、盈利水平、品牌孵化进度等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

财务风险

- 1、存货比重较大，存在存货跌价风险。公司存货周转天数较长，2024-2025年更连续突破450天和470天。若产品销售不及预期、款式过时、产品老化，可能导致存货积压和跌价风险。
- 2、资产减值风险：公司历史存在松鼠部落等跨界业务的资产减值，目前已基本出清，但未来若新业务投资不及预期，仍可能产生减值损失。
- 3、销售费用率较高风险：公司处于品牌化转型期，线上投流、品牌推广、门店建设等费用前置，销售费用率维持35%左右的较高水平，对盈利能力形成一定压力。

经营风险

- 1、核心品牌增长可持续性风险：公司当前增长的核心动力来自于X-BIONIC、HOUDINI、CRISPI等自有及核心代理品牌的成功运营。然而，户外消费趋势变化较快，若未来消费者偏好转移、产品创新迭代不及预期或市场竞争加剧导致品牌热度消退，而公司未能成功培育新的增长品牌，则可能面临核心品牌增长周期过后整体增长动能放缓的风险。
- 2、线下门店扩张不及预期风险：公司品牌商场店加速开店是线下收入增长的重要驱动因素。若商场招商政策变化、优质点位获取难度加大、或新开店爬坡期长于预期，可能导致线下渠道收入增长不及预期。同时，线下门店前期投入较大，若店效提升缓慢可能对短期盈利能力产生压力。
- 3、原材料价格波动风险：公司户外服饰及鞋袜产品的主要原材料包括功能性面料、羊毛、羽绒等，其中一类或多种原材料价格大幅上涨将对公司成本端产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大，销售端无法有效对冲，则可能会使公司毛利率低于预期并产生大幅波动。

行业风险

户外行业竞争加剧风险：户外鞋服行业竞争进入下半场，增长分化加剧。国际品牌（始祖鸟、萨洛蒙、可隆等）及国内头部品牌（凯乐石、伯希和等）持续加大市场投入，若行业竞争进一步加剧，可能对公司品牌成长和盈利能力产生不利影响。消费者消费能力近年来受宏观经济环境冲击，若消费复苏不及预期，可能影响户外产品需求增长。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	75	139	500	500	500	营业收入	800	956	1163	1417	1723
应收款项	53	50	72	85	100	营业成本	347	390	464	555	664
存货净额	479	540	554	581	605	营业税金及附加	4	7	9	10	13
其他流动资产	66	59	72	88	107	销售费用	272	333	407	496	594
流动资产合计	674	792	1203	1259	1316	管理费用	91	90	100	117	137
固定资产	112	106	372	588	796	研发费用	10	10	13	15	19
无形资产及其他	48	40	40	39	39	财务费用	19	18	21	26	32
投资性房地产	227	210	210	210	210	投资收益	16	20	26	33	42
						资产减值及公允价值变					
长期股权投资	51	75	75	75	75	动	156	66	67	75	82
资产总计	1111	1224	1900	2171	2436	其他收入	(324)	(139)	(136)	(152)	(167)
短期借款及交易性金融											
负债	206	199	788	914	994	营业利润	(84)	65	119	169	239
应付款项	51	45	50	67	74	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	92	126	137	165	201	利润总额	(84)	66	119	169	239
流动负债合计	349	370	975	1146	1269	所得税费用	1	20	36	51	73
长期借款及应付债券	2	3	3	3	3	少数股东损益	(64)	(8)	(9)	(11)	(14)
其他长期负债	139	114	114	114	114	归属于母公司净利润	(21)	53	93	129	180
长期负债合计	141	117	117	117	117	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	489	486	1091	1263	1386	净利润	(21)	53	93	129	180
少数股东权益	(45)	(52)	(60)	(70)	(82)	资产减值准备	105	(89)	(22)	25	27
股东权益	667	790	869	978	1132	折旧摊销	27	15	25	36	48
负债和股东权益总计	1111	1224	1900	2171	2436	公允价值变动损失	(156)	(66)	(67)	(75)	(82)
						财务费用	19	18	21	26	32
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	65	(120)	(55)	14	14
每股收益	-0.14	0.32	0.56	0.78	1.09	其它	(190)	82	14	(34)	(39)
每股红利	0.04	0.05	0.08	0.12	0.16	经营活动现金流	(170)	(125)	(13)	94	148
每股净资产	4.23	4.78	5.25	5.92	6.84	资本开支	(163)	21	(201)	(201)	(201)
ROIC	11%	12%	11%	10%	12%	其它投资现金流	16	(5)	0	0	0
ROE	-3%	7%	11%	13%	16%	投资活动现金流	(193)	(7)	(201)	(201)	(201)
毛利率	57%	59%	60%	61%	61%	权益性融资	0	73	0	0	0
EBIT Margin	10%	13%	15%	16%	17%	负债净变化	(1)	1	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	17%	18%	20%	支付股利、利息	(7)	(8)	(14)	(19)	(27)
收入增长	-5%	19%	22%	22%	22%	其它融资现金流	340	136	589	126	80
净利润增长率	-159%	348%	74%	39%	40%	融资活动现金流	323	195	575	107	53
资产负债率	40%	35%	54%	55%	54%	现金净变动	(40)	63	361	0	0
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	115	75	139	500	500
P/E	-100.0	42.3	24.4	17.5	12.5	货币资金的期末余额	75	139	500	500	500
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0	企业自由现金流	7	2	(111)	5	68
EV/EBITDA	25.5	19.7	16.9	13.5	10.5	权益自由现金流	345	140	460	93	98

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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