

2020年12月22日

发力 X-BIONIC，高端科技户外品牌再下一城

三夫户外(002780)

主要观点：

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、四季度呈现强劲增长；2) X-BIONIC 运营计划 2021 年逐步开始落地、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。我们预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为-0.07/0.21/0.39 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

► 户外行业：行业调整期，高端品牌表现优于中低端

2019 年户外市场规模达 259.20 亿元、2014-2019 年 5 年 CAGR 仅为 5.24%。洗牌期行业集中度提升：2016 年以来，国内户外用品品牌数量整体呈下滑趋势，从 975 个减少至 2018 年的 903 个。在行业调整期，始祖鸟等高端品牌保持高速增长，2019 年店效在千万元以上。

► 公司优势：具备高端品牌运营经验，用户复购率高

1) 运营优势：始祖鸟的经验，可复制至其他高端户外品牌；2) 渠道优势：多品牌集合店模式，上下游议价能力较强；3) 营销优势：户外赛事资源丰富，用户复购率高。

► 成长驱动：主品牌渠道转型，期待新品类发力

公司成长驱动在于：1) 收购 X-BIONIC 中国区业务（包括商标和专利），高端品牌再下一城；2) 主业改善：购物中心店和线上双轮驱动，关注店效提升；3) 松鼠部落：客流恢复+新开乐园，2021 年有望低基数下复苏。

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

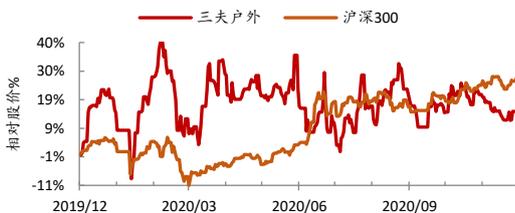
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	420	402	429	578	718
YoY (%)	19.6%	-4.3%	6.8%	34.6%	24.2%
归母净利润(百万元)	5	-30	-10	30	56
YoY (%)	139.0%	-691.3%	65.8%	397.6%	86.9%
毛利率 (%)	42.9%	48.2%	48.4%	50.3%	52.1%
每股收益(元)	0.03	-0.20	-0.07	0.21	0.39
ROE	0.8%	-5.0%	-1.7%	3.6%	6.4%
市盈率	526.99	-89.12	-260.94	87.68	46.91

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
最新收盘价：18.27

股票代码：002780
52 周最高价/最低价：24.0/13.94
总市值(亿)：26.56
自由流通市值(亿)：19.84
自由流通股数(百万)：108.57



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：010 5977-5330

研究助理：朱宇昊
邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

正文目录

1. 公司概况：户外运动用品+赛事活动团建+亲子户外乐园三位一体，打造户外行业生态圈平台	4
2. 户外行业：行业调整期，高端品牌表现优于中低端品牌	6
3. 公司优势：具备高端品牌运营经验，用户复购率高	7
3.1. 运营优势：始祖鸟的经验，可复制至其他高端户外品牌	7
3.2. 渠道优势：多品牌集合店模式，上下游议价能力较强	8
3.3. 营销优势：户外赛事资源丰富，用户复购率高	8
4. 成长驱动：主品牌渠道转型，期待新品类发力	8
4.1. 收购 X-BIONIC 中国区业务，高端品牌再下一城	8
4.2. 主业改善：购物中心店和线上双轮驱动，关注店效提升	10
4.3. 松鼠部落：客流恢复+新开乐园，2021 年有望低基数下复苏	11
5. 财务分析：关注盈利能力改善	12
5.1. 成长性分析：收入降幅好于同业，17、19 年亏损	12
5.2. 盈利能力分析：销售费用率高于同业，有下降空间	13
5.3. 营运能力分析：存货压力较大	14
6. 盈利预测和投资建议	15
6.1. 盈利预测	15
6.2. 绝对估值法	16
6.3. 投资建议	17
7. 风险	17

图表目录

图 1 历年收入、净利及增速	5
图 2 毛利率和净利率	5
图 3 历年渠道数及增速	6
图 4 历年存货及存货周转天数	6
图 5 上市至今股价走势（前复权）	6
图 6 中国户外用品零售总额及增速（亿元，%）	7
图 7 行业洗牌期集中度持续提升	7
图 8 三夫户外中始祖鸟品牌销售收入、增速及毛利率	8
图 9 历年三夫户外门店结构	10
图 10 三夫户外历年店效（万元）	10
图 11 自建平台（公司官网）及第三方平台线上交易额	11
图 12 线上收入、增速及占比（亿元）	11
图 13 2017-2019 年户外用品公司毛利率	14
图 14 2017-2019 年户外用品公司净利率	14
图 15 2017-2019 年户外用品公司应收账款周转天数	15
图 16 2017-2019 年户外用品公司存货周转天数	15
图 17 2017-2019 年户外用品公司经营现金流	15
图 18 2017-19 年户外用品公司经营现金流/经营净收益	15
表 1 公司大事记	4
表 2 X-BIONIC VS 始祖鸟	9
表 3 投入规划费用	9
表 4 三类门店对比	11
表 5 松鼠部落业务布局及规划	12

表 6 2018 年 12 月增资悉乐业绩承诺.....	12
表 7 2017-2019 年户外用品公司期间费用率.....	14
表 8 收入拆分（亿元）	15
表 9 DCF 绝对估值法.....	16
表 10 可比公司估值.....	17

1.公司概况：户外运动用品+赛事活动团建+亲子户外乐园三位一体，打造户外行业生态圈平台

三夫户外公司成立于 2001 年，2015 年上市，上市后，公司致力于从户外渠道和运营商转型赛事活动、亲子户外乐园运营，打造户外行业生态圈平台。截至 2020 年中报，公司拥有 39 家直营连锁店，面积合计约 1.7 万平米、平均单店面积超 400 平米，代理经营国内外 400 多个专业户外运动品牌。

2019 年公司收入和净利润分别为 4.02/-0.3 亿元，毛利率和净利率分别为 48%、-7%；2020Q3 公司收入和净利分别为 2.77/-0.09 亿元。疫情期间，口罩上半年贡献收入 3600 万元、收入占比为 19%。从收入拆分来看，2019 年线下/线上/户外服务/松鼠部落收入占比分别为 65%/20%/9%/6%。

表 1 公司大事记

时间	大事记
2001 年	注册北京三夫户外用品开发公司
2005 年	终止连锁加盟政策
2010 年	成立大客户部主动开发团购客户（2019/20H 团购收入占比分别为 8%/19%）
2015 年	上市
2016 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 由单一的零售店向“零售+体验综合运营中心”模式转变，新开店单店超过 800 m²； ● 向激励对象授予 48 万股限制性股票，授予价格为 16.09 元/股（前复权），解锁条件：2016/2017/2018/2019 年净利不低于 0.35/0.41/0.47/0.54 亿元，未达到。 ● 非公开募集发行 1,114 万股、募集资金 2.6 亿元、发行价格 17.97 元/股（前复权），原项目为：（1）三夫户外活动赛事、营地+培训、零售+体验综合运营中心建设项目；（2）三夫总部办公及研发中心建设项目；2020 年变更为现金购买 X-BIONIC AG 公司及 X-Technology Swiss GmbH 公司高科技运动产品品牌、专利和相关无形资产项目，以及现金增资上海悉乐项目。 ● 5 月和内蒙古阿尔山市人民政府、阿尔山饮品（北京）有限公司签约合作，整合公司、政府、地方企业资源，推动区域户外产业发展；7 月和大庆市文化体育旅游集团签约战略合作，成立合资公司共同运营户外综合旗舰店，及大型体育赛事活动；8 月和宿迁市宿豫区人民政府签署战略合作，每年联合在宿迁市举办一场以上赛事活动，组织包括各种马拉松赛事，铁人三项赛、水上嘉年华、户外定向赛等大型户外活动，并在宿迁市宿豫区成立江苏三夫电子商务发展有限公司，将宿迁打造成为三夫户外重要的电商运营基地。
2017 年	<p>1 月与南京老山签署《南京老山三夫户外有氧运动国际综合营地合作建设框架协议》。</p> <p>11 月与淳安县石林镇人民政府签署《战略合作框架协议》，打造系列体育赛事等。</p>
2018-2019 年	陆续转型至购物中心店，新开 3 家滑雪专营店。
2018-2019 年	2018.3/2018.12/2019.11 分别以 3,400/3,995/3,050 万元收购上海悉乐（松鼠部落）31%/24%/22%的股权、持股比例达 77%。
2020 年	疫情期间，公司在江苏省宿迁市和盐城市两地启动口罩项目，自有十余条 KN95 生产线及十余条平面口罩生产线，日产量 KN95 口罩约 30 万只、平面口罩约 60 万只，上半年贡献收入 3600 万元、收入占比为 19%。

拟非公开发行 2900 万股、募集资金 2.47 亿元，用于 X-BIONIC 品牌建设与运营项目。

12 月，公司旗下全资子公司江苏三夫户外用品有限公司与 LA SPORTIVA S.p.A.（拉思珀蒂瓦）签署《独家代理合同》，作为中国大陆地区独家总代理，代理销售 La Sportiva 全线产品

资料来源：公司官网 公司公告 华西证券研究所

历史来看，2011-2019 年公司收入复合增速为 8%；我们将公司的发展简要分为三个阶段：

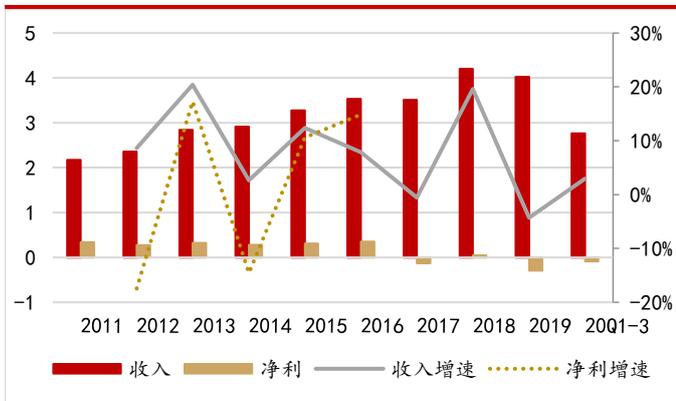
(1) 2013 年以前：受益行业红利，快速发展阶段。2011-2013 年收入年复合增长率达 14%、其中开店数年复合增长率为 7%。

(2) 2013-2016 年：面临宏观经济下行、电商冲击，公司增速放缓。2013-2016 年收入年复合增长率为 7.5%、渠道年复合增长率为 3%。

(3) 2016 至今：主业转型+收购 X-BIONIC +发力松鼠乐园：2016-2019 年渠道转型使得净利承压、库存高企，2019 年存货/收入为 57%。1) 主业方面，线下开店从街边店转至购物中心，同时发力线上；2019 年线上总交易额达 1.37 亿元；2) X-BIONIC 采用自有品牌模式+定位高端户外，毛利率（估计 50-70%、自研后有望达到 70+%）高于现有代理品牌，有望改善公司盈利能力。

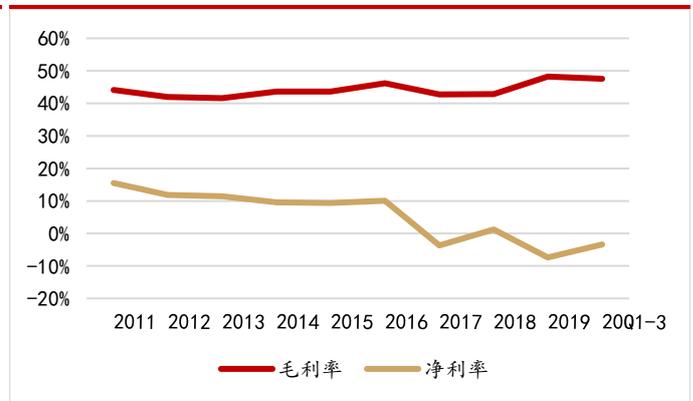
公司毛利率波动范围在 39%-48%，2011-2016 年净利率在 9%-15%之间波动，但 2017、2019 年出现亏损。

图 1 历年收入、净利及增速（亿元）



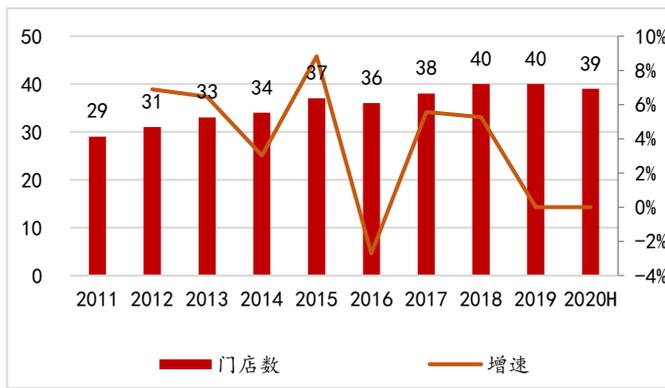
资料来源：公司公告，华西证券研究所。

图 2 毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 历年渠道数及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 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

图5 上市至今股价走势（前复权）（元）



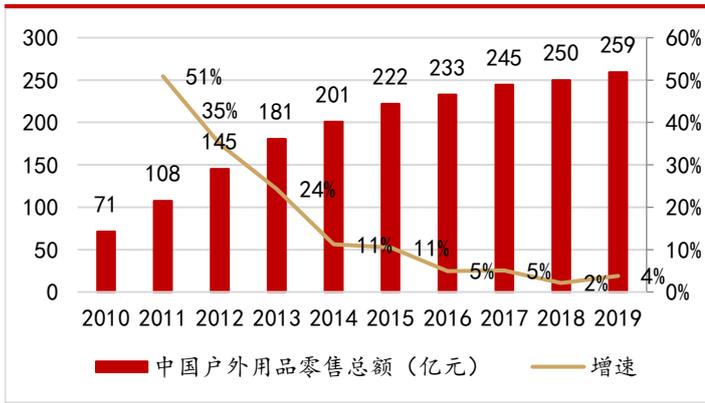
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 户外行业：行业调整期，高端品牌表现优于中低端品牌

户外用品行业 1995 年在国内兴起，2000 年进入爆发式增长期，2019 年市场规模达 259.20 亿元。根据中国纺织品协会户外用品分会（COCA）统计，中国户外用品 2000-2014 年零售总额的年复合增长率达 45.37%；2015 年受到宏观经济下行、电商冲击，户外用品行业进入去库存调整期、2014-2019 年零售总额的年复合增加率仅为 5.24%。

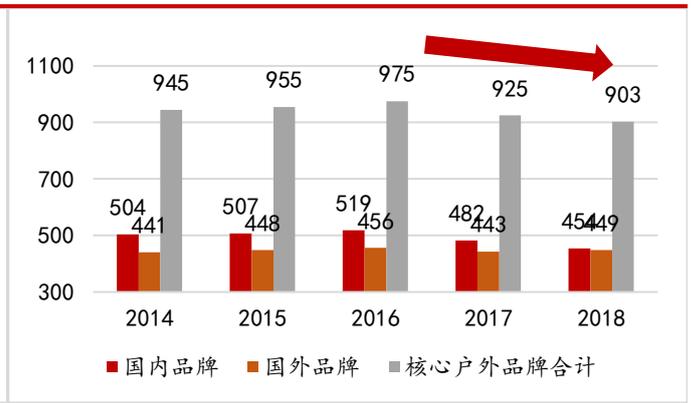
洗牌期行业集中度提升：2016 年以来，国内户外用品品牌数量整体呈下滑趋势，从 975 个减少至 2018 年的 903 个，其中国内/国外品牌各减少 65/7 个。分价位带看，2018 年 1 亿元以上/5,000 万-1 亿/1,000-5,000 万/1,000 万元以下规模的品牌为 20/14/56/882 家。2018 年，前十大户外用品品牌市场占有率合计为 57.1%。

图6 中国户外用品零售总额及增速（亿元，%）



资料来源：COCA，华西证券研究所

图7 行业洗牌期集中度持续提升



资料来源：COCA，华西证券研究所

从户外品牌定位看，高端户外用品被国外一线品牌垄断，中高端则来自国外二三线品牌及国内品牌，中低端主要为国内品牌。在行业调整期，始祖鸟等高端品牌保持高速增长，2019 年店效在千万元以上，高端品牌受影响较小，我们分析主要得益于：1) 高端品牌用户群体受经济下行冲击较小；2) 受低价电商冲击较小；3) 始祖鸟等高端户外品牌在明星群体迅速“出圈”，从功能性户外跨向高端时尚休闲领域。

3.公司优势：具备高端品牌运营经验，用户复购率高

3.1.运营优势：始祖鸟的经验，可复制至其他高端户外品牌

公司 2003 年和始祖鸟开启战略合作、至今已合作 17 年，始祖鸟在中国的做大也始于三夫户外。三夫户外过去是始祖鸟中国地区第一大经销商，高峰时期始祖鸟在中国 60-70%通过三夫户外进行销售；AMER SPORTS 被安踏收购后，三夫的始祖鸟线上经销权被收回、但双方加强了线下合作，目前已开启多家新的合作店铺。

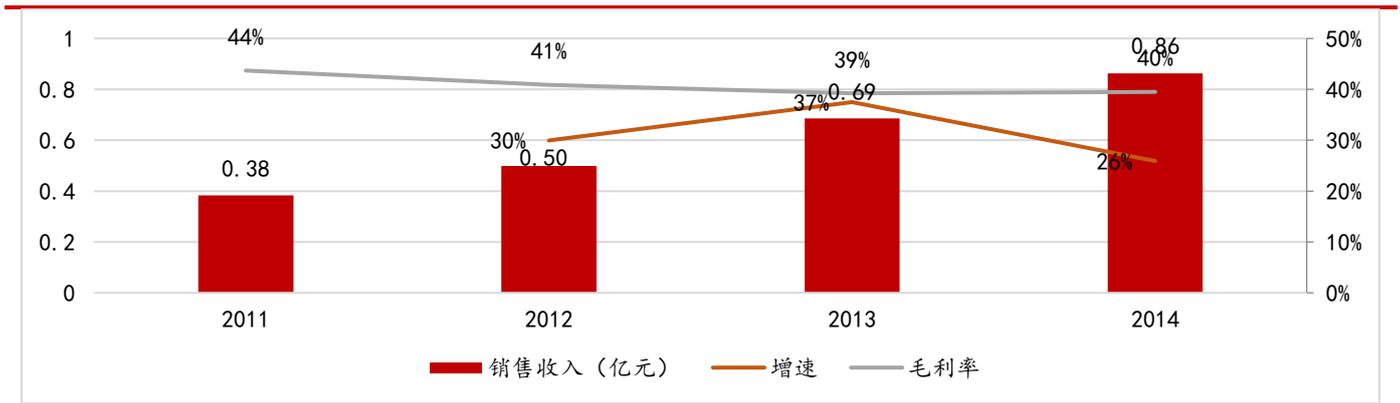
三夫户外运作始祖鸟的成功经验在于：1) 产品上，a) 扩充产品品类：始祖鸟最早的产品是攀登装备，即使用热压合技术设计和生产的 Vapor 安全带 (Harness)，目前发展出 6 条产品线——基础、徒步&穿越、登山&攀岩、越野跑、单双板滑雪、城市休闲；b) 持续保持产品高品质：使用最高端的面料辅料，精心设计，精心加工；c) 产品定价上：严格管理价格，杜绝乱打折促销；2) 渠道上，品牌零售形象保持高水准，持续更新提升零售形象、扩大品牌区面积，持续投资、提升零售表现，同时加强对客服和店员的专业培训，始祖鸟的第一件旗舰产品 Alpha SV 冲锋衣就是在三夫户外的北京马甸店售出。3) 营销上，加强和专业赛事营销结合，拓展品牌在顶级户外的专业口碑。4) 相对严格的价格管理，早期会员 85 折，线上几乎没有折扣，线下有 5%折扣。

公司计划用 3 年时间将 X-BIONIC®在中国的运营落地。从供应链看，X-BIONIC 内层和袜子在瑞士设计研发、在意大利生产，保持品牌高端调性；而中外层中欧联合研发、中国生产、和始祖鸟同工厂；在研发设计上，公司采取自主研发或联合 X-BIONIC®品牌总部共同研发的研发模式，根据每年两季四个波段研发上市产品。

X-BIONIC 品牌产品科技含量高、功能性强，客户高度粘性，尤其在滑雪、冬季越野跑及其它运动中。在 X-BIONIC 的运营上，公司将参照始祖鸟成功经验：1) 产品

方面，高科技、高品质引领；严格价格管理，线上线下全国范围统一价格，杜绝乱打折；2) 市场营销方面，从滑雪和越野跑核心消费人群出发，传统媒体和新媒体手段结合，先聚焦核心消费人群、再放大；3) 零售形象方面，先在国内最高端的商场及购物中心开一定数量的品牌形象店，比如已开业的北京 SKP 店，面积不大，但近期业绩表现突出，成为楼层坪效的前两名；同时在三夫的高端户外店铺中开设 X-BIONIC 店中店。通过上述方式，在线下建立品牌的高端形象，扩大影响，下一步再用自行开店和授权开店结合的方式，扩大渠道规模。线上渠道在京东、天猫等主要电商平台开设品牌专营店，推广销售。

图 8 三夫户外中始祖鸟品牌销售收入、增速及毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 渠道优势：多品牌集合店模式，上下游议价能力较强

目前公司代理、经销 400 余个户外知名品牌，超 8,000 余个 SKU，其中与几十个主要战略合作品牌合作时间已超 10 年，此外公司推出 ANEMAQEN、SANFO、KIDSANFO、SANFO PLUS、LYSO 等多个自有品牌，并于 2020 年成为 X-BIONIC® 公司中国区唯一战略合作伙伴。我们分析，多品牌运作模式有利于：(1) 折扣优惠：品牌商提供给三夫行业内最为优惠的订货折扣，且三夫能得到短期大批量采购时的供货支持；(2) 租金优惠：集合店模式提高了和商场和购物中心的议价能力，公司入驻购物中心的平均租金仅占销售流水的 12% 以内。

3.3. 营销优势：户外赛事资源丰富，用户复购率高

公司围绕户外场景进行产品+赛事活动的场景营销，目前三夫拥有几十万活跃会员以及超长距离越野跑等一系列赛事 IP，每年在全国范围内举办数十场不同级别的越野跑、铁人三项、马拉松、场地障碍等多种赛事活动，平均每年参与人数过万。在户外团建方面，公司 2019 年组织团建活动 300 余场，活动累计参与 3 万余人次，客户复购率达 95%。此外，公司通过社群营销和内容营销等方式增加公司曝光率，进而获得流量带动销售。公司现有会员 65 万人，人均消费超 1 万元，高于同行业水平。

4. 成长驱动：主品牌渠道转型，期待新品类发力

4.1. 收购 X-BIONIC 中国区业务，高端品牌再下一城

2020年8月，公司购买“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，成为X-BIONIC®公司中国区唯一战略合作伙伴。X-BIONIC是瑞士知名高科技运动时尚品牌，由瑞士X-Technology公司研发、意大利制造，其在恒温系统等核心仿生科技领域名列前茅，将仿生学技术创造性应用于服装领域（即汗水管理技术，在滑雪、越野跑人群中的认知非常高），在欧洲有超过20个国家队使用X-BIONIC的产品作为体育竞赛装备。X-BIONIC产品涵盖功能内衣、中层、外层、袜子配饰等，适用于跑步、滑雪、骑行、都市休闲等多种环境。

与始祖鸟相比，X-BIONIC相同之处在于：1) 定位高端：始祖鸟2019年平均单店店效在500万元左右，2020年平均店效过千万，X-BIONIC预计定增项目完成后店效即有望接近千万元（822万元）；2) 从户外领域向都市高端商务、高端运动休闲领域拓展，除专业户外人士外，始祖鸟目标客群还包括明星、政要等高净值客户，始祖鸟推出Veilance系列进攻商务男装；X-BIONIC也拟将推出“运动体育”和“高端户外”两个系列。不同之处在于：X-BIONIC户外科技基因更强，将恒温系统等核心仿生科技创造性应用于服饰，在滑雪、马拉松领域的专业户外运动人群中知名度极高。

表2 X-BIONIC VS 始祖鸟

	X-BIONIC	始祖鸟
面料	X-BIONIC将恒温系统等核心仿生科技应用于服饰；公司将建立材料研发中心，持续与各优秀厂商联合开发材料。	最好的材料、最好的工艺：例如用530NGTXXCR三层压胶，压胶条宽只有13mm（行业标准22mm），每英寸缝16针（行业标准为6-8针）；以及3L GORE-TEX面料（三层复合材料，防风、防水、透气、耐磨表层以及特殊内衬）等
价格	运动贴身层：990-1999元 中外层：2380-15800元	滑雪内层衬衫：1600-2000元 滑雪服：4000-12000元
收入规模	预计定增项目完成后2.88亿元	五年计划：始祖鸟中国区收入体量超10亿欧元（70亿元），目前20亿元；2019年单店销售过千万元，未来目标单店过亿；
店铺规模	预计35家	现有门店数140多家，计划扩张至300-400家

资料来源：公司公告，华西证券研究所

未来三夫将按自主品牌打造X-BIONIC，毛利率有望达到60-70%、供应链本土化后有望达到70+%，带动公司整体毛利率提升；X-BIONIC项目建设期3年，项目建成后预计第3年达产，达产后预计年销售量25万件，对应年营业收入2.88亿元（平均店效约823万元）、较2019年增厚收入72%，年净利润0.63亿元、净利率22%。

表3 投入规划费用

序号	工程或费用名称	费用额（万元）	投资比例
1	建设工程（厂房购置和设备购置）	8,784.27	25.22%
2	设备购置费	8,506.28	24.42%
3	实施费用	10,123.44	29.07%
3.1	研发费用	5,423.44	15.57%
3.2	市场推广费用	3,900.00	11.20%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

3.3	其他	800	2.30%
4	铺底流动资金	7,415.86	21.29%
5	总计	34,829.86	100.00%

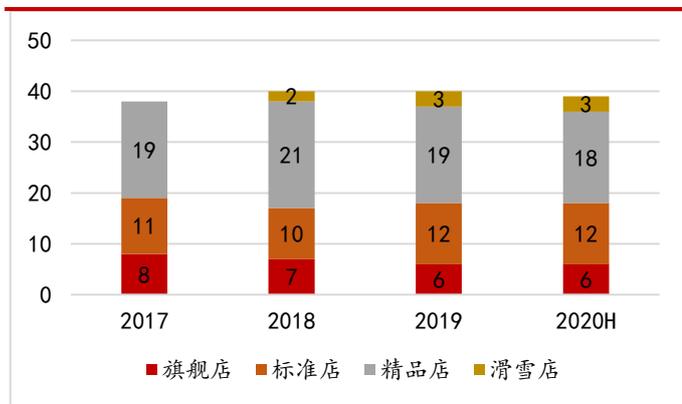
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 主业改善：购物中心店和线上双轮驱动，关注店效提升

2013-2016 年三夫主业受到行业冲击、电商分流以及街边店人流下降的负面影响，开始积极思考转型，未来主业驱动在于：（1）线上占比逐步提升，从 2011 年的 2% 提升至目前的约 1/4；（2）线下从街边店转为购物中心店，新开店单店面积平均超过 600 平米，2020 年随着新模式探索更加成熟、公司加快了线下店铺的改造提升和新店拓展，截止到 12 月 15 日，已经新开了 5 家店铺（上海印象城店，北京首创奥莱店、苏州吾悦广场店，吉林松花湖雪场店、石家庄中山东路新店），同时已经签约装修即将开业的还有 4 家店铺（重庆龙湖礼嘉天街店、大连星海中心旗舰店、长春高新区新店、青岛奥帆中心近千平米旗舰店），2021 年将继续选择在有效客流量大的地方快速开店。

2019 年公司店效约为 655 万元，较 2018 年有所降低主要由于 2018 年集团采购金额增长 82%、2019 年有所下降所致，未来高端品牌占比提升有望带动店效提升，相较始祖鸟仍有提升空间。

图 9 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 10 三夫户外历年店效 (万元)

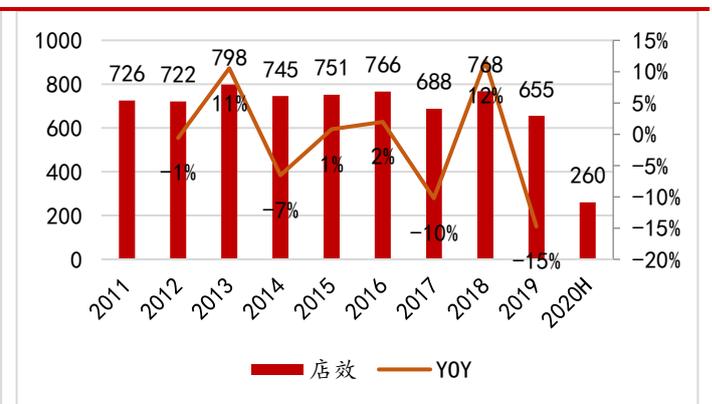
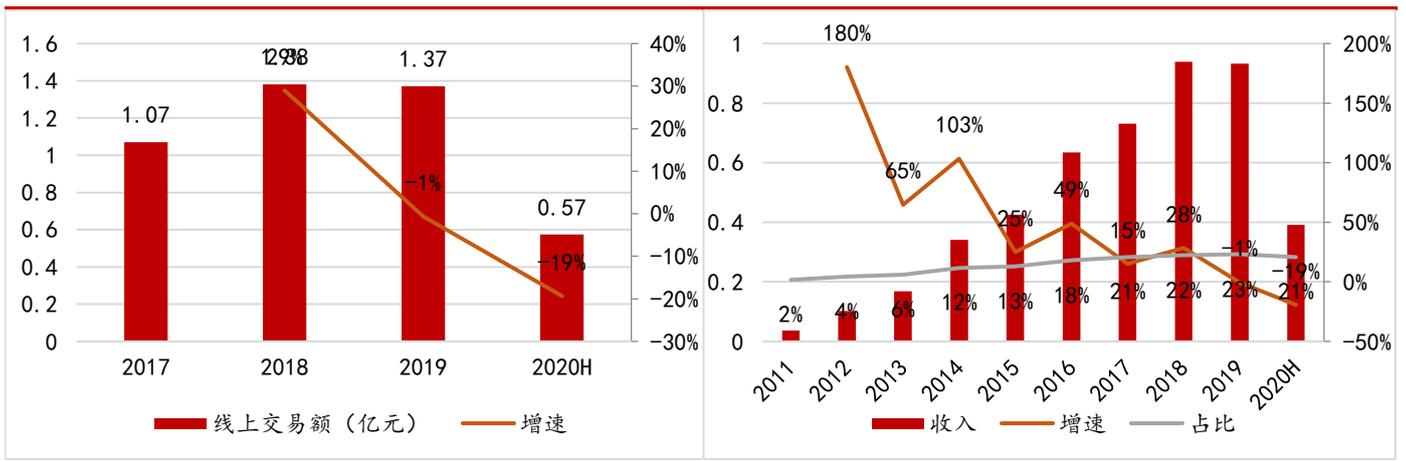


图 11 自建平台（公司官网）及第三方平台线上交易额 图 12 线上收入、增速及占比（亿元）



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。注：2018、2019、2020H 收入数据根据“2017 年销售额/收入”数据估算得出。

表 4 三类门店对比

类型	面积	定位	预测规划
旗舰店	600 平方米以上（大面积全品类）	城市总店：例如沈阳的天惠店、大连的星海店（695 平方米）	明年开 3-4 家
标准店	300 平方米左右	购物中心标准店	明年开 5-6 家
精品店	300 平方米以下	SKP 等高端商场：专门做 X-BIONIC 品牌、或某个品类	明年开 5-6 家

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.3. 松鼠部落：客流恢复+新开乐园，2021 年有望低基数下复苏

“松鼠部落”亲子户外乐园打造以活泼、可爱、灵动的松鼠卡通形象为核心 IP，聚焦 3-12 岁亲子家庭，满足其户外出行、玩乐、教育需求的生态运动空间。和营地相比，松鼠乐园在近郊，儿童和青少年在周末即可跟随父母入园游玩。

目前公司在成都、武汉、郑州三地近郊分别运营占地面积 300 亩、500 亩、200 亩的亲子青少年户外运动乐园，并已规划在北京、南京等地开店。未来，公司规划覆盖全国 300 万以上人口的城市，吸引千万量级人群。此外，松鼠部落开始尝试加盟，目前已在宜春和桐庐开设 2 个加盟店。未来随着渠道扩大，松鼠部落还将向儿童户外用品、冬令营、夏令营、户外体验培训、技能培训等领域拓展，和三夫主业形成协同。

从单店模式看，松鼠部落项目建设周期仅为 6 个月、初始投资 2500-3000 万；每年可创收 2000 万元（40 万人流 X 平均单价 50 元/人左右）。同时，在政策上，松鼠部落获得政府支持，因为其并非为房地产项目、而是文旅项目，采用点状供地；武汉一期项目建设后，武汉政府给公司在咸宁预留 600 亩土地、仅收取营业额中很少的比例作为土地使用费用。

表 5 松鼠部落业务布局及规划

位置	距离	面积	开业时间	客流数据
四川成都 天府新区	市中心车 程 45 分钟	300 亩	2016 年 10 月 1 日	40 万人次/年
河南郑州 荥阳市	市中心车 程 30 分钟	200 亩	2019 年 10 月 1 日	50 万人次/年
湖北武汉 江夏区	市中心车 程 60 分钟	500 亩（一期+二期）	一期以森林为主题的户外亲子乐园于 2018 年 10 月 1 日开业，二期以水为主题的亲子户外乐园于 2019 年 7 月 25 日开业	40 万人次/年
北京	-	1000 亩左右	规划中	-
天津	-	200 亩左右	规划中	-
南京	-	一期 300 亩左右	2021 年二季度	-

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 6 2018 年 12 月增资悉乐业绩承诺

年度	承诺净利润 (万元)	实际净利润 (万元)	承诺累计净利润 (万 元)	承诺新增自投 且控股的户外 乐园数量 (所)	承诺累计自投 且控股的户外 乐园数量 (所)	实际户外乐园 数量 (所)
2019 年	400	112	400	2	4	3
2020 年	500	-	900	1	5	已开 5 所
2021 年	600	-	1500	1	6	已规划增加 1 所

承诺净利润未达标情况下的补偿：如目标公司 2019-2021 期间实际累计净利润未达到上述承诺累计净利润的 80%（不含），则股东方一对投资方以现金补偿。

承诺新增自投且控股的户外乐园数量未达标情况下的补偿：如目标公司业绩及乐园数量承诺期内实际新增自投且控股的户外乐园数量未达 4 家，则股东方一对投资方的补偿以现金补偿按如下标准进行：承诺新增自投且控股的户外乐园数量未达标情况下的现金补偿数额=（4-目标公司业绩及乐园数量承诺期内实际新增自投且控股的户外乐园数量）×200 万。

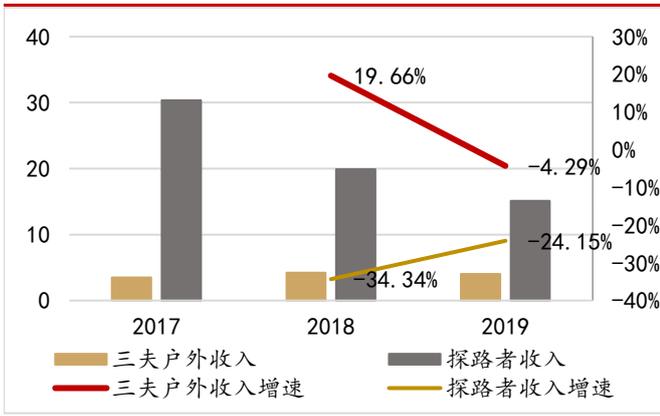
资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 财务分析：关注盈利能力改善

5.1. 成长性分析：收入降幅好于同业，17、19 年亏损

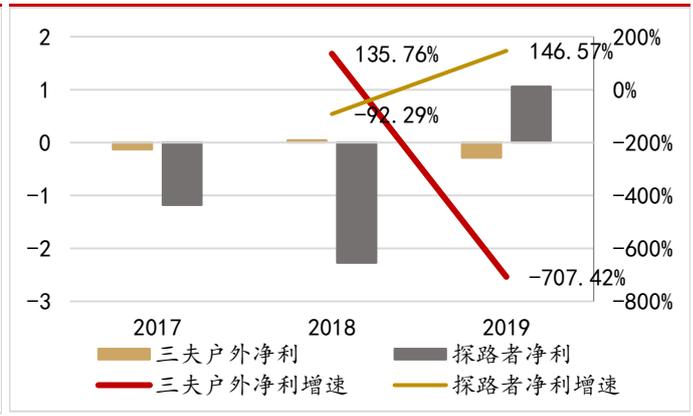
三夫户外 2017-2019 年收入分别为 3.52、4.2、4.02 亿元，17-19 年收入年复合增长率为 7%；2017-2019 年净利分别为-0.13、0.05、-0.29 亿元。2017 年出现亏损主要由于：1) 受华东地区毛利率偏低影响（线上计入华东区）、整体毛利率下降，2) 销售费用率、管理费用率提升，3) 17Q4 促销折扣加大，2017 年新计提存货跌价准备 959 万元至 1067 万元。2019 年出现亏损则由于：1) 受渠道调整影响，销售费用率提升，2) 新计提存货跌价准备 1660 万元至 2244 万元、以及计提商誉减值准备 1543 万元（上海悉乐）。

图 5 2017-2019 年三夫户外与探路者收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2017-2019 年三夫户外与探路者净利（亿元）



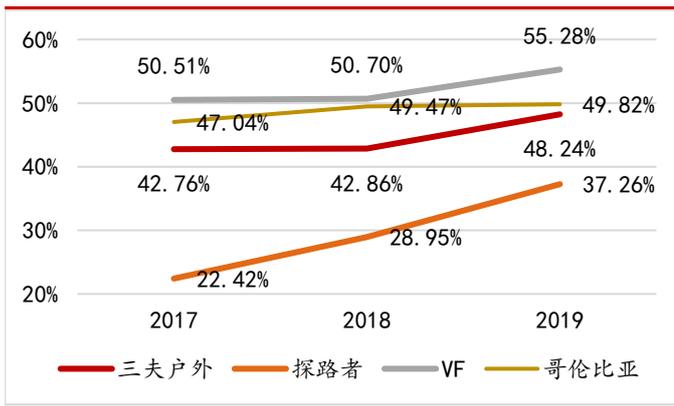
资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 盈利能力分析：销售费用率高于同业，有下降空间

三夫户外 2017-2019 年毛利率分别为 42.76%、42.86%和 48.24%，2020Q3 毛利率下降 0.23PCT 至 47.54%，毛利率低于 VF 和哥伦比亚，但高于探路者。

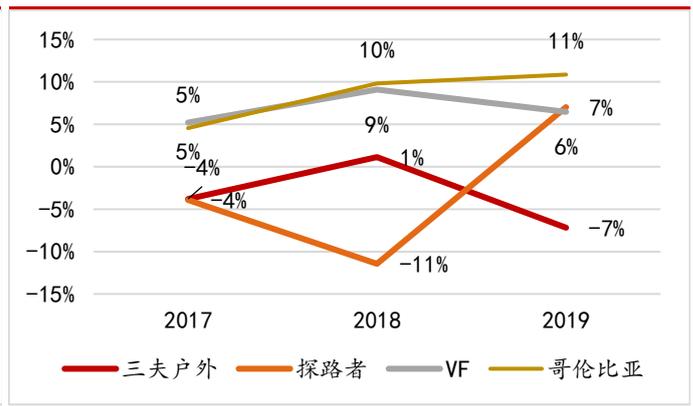
三夫户外 2017-2019 年净利率为-3.76%、1.1%和-7.13%，主要受渠道转型产生的费用的负面影响。从费用率看，三夫户外销售费用率较同业略高，2019 年销售费用中职工薪酬/租赁/业务宣传占比分别为 42%/23%/13%，我们分析，主要由于公司在店员配置上高于同业，力求更好的用户体验——店员配置上，300 m²以下配置 5 个店员、300-600 m²配置 8-10 个店员、1000 m²配置 10-13 个店员，租赁费用中，成熟铺购物中心的租金及扣点占流水比例约为 10%。

图 13 2017-2019 年户外用品公司毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 2017-2019 年户外用品公司净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7 2017-2019 年户外用品公司期间费用率

	探路者	三夫户外	VF	哥伦比亚
毛利率	37%	48%	55%	50%
税金及附加费率	1%	1%		
销售费用率	22%	29%		
管理费用率	9%	13%	43%	37%
研发费用率	3%	3%		
财务费用率	-2%	2%	1%	0%
减值损失占比	0%	-8%	-3%	-
信用减值损失占比	-3%	-1%	-	-
其他收益占比	4%	0%	-	-
净营外收入占比	0%	0%	-1%	1%
所得税率	1%	0%	1%	2%
净利率	7%	-7%	6%	11%

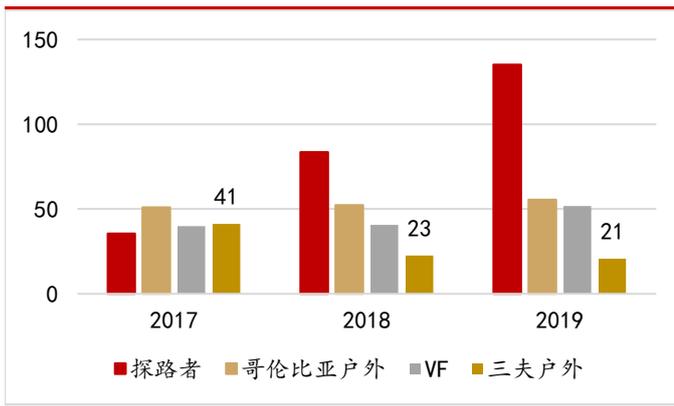
资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.3. 营运能力分析：存货压力较大

2017-2019 年，三夫户外应收账款周转天数分别为 41、23、21 天，较同业较低主要由于三夫户外主要通过直营模式经营、应收账款较少。

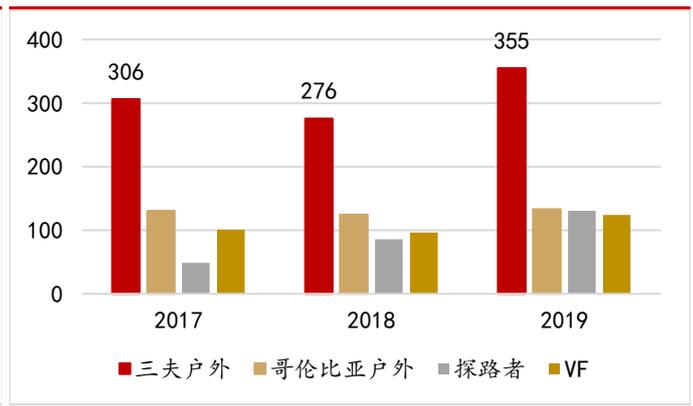
2017-2019 年三夫户外存货周转天数分别为 306、276、355 天，高于同行业公司，主要由于：(1) 公司主要采取直营模式经营；(2) 公司经营的主要品牌一般都采取每年两次集中订货，因此每次都要采购半年的货品入库；(3) 公司近年持续在各地开设新店，新店需要铺货。

图 15 2017-2019 年户外用品公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

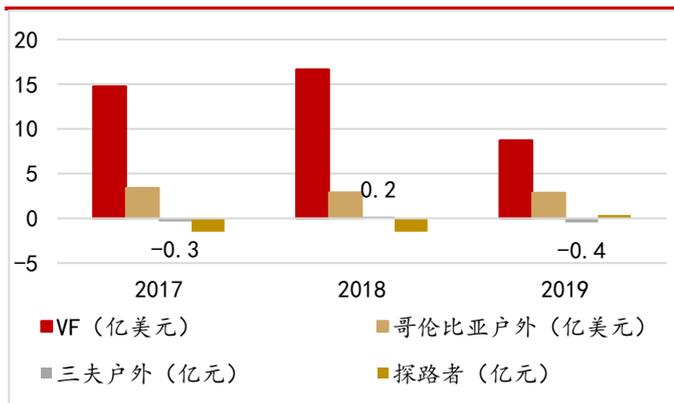
图 16 2017-2019 年户外用品公司存货周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

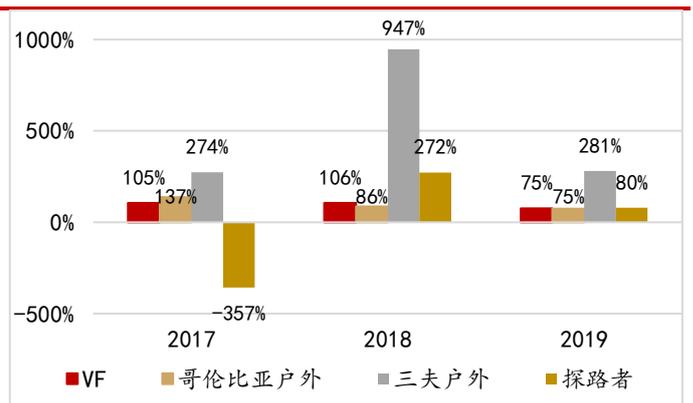
2017-2019 年，三夫户外经营现金流分别为-0.3、0.2、-0.4 亿元，经营现金流/经营净收益为 274%、947%、281%，经营现金流为负主要由于支付采购贷款增加。

图 17 2017-2019 年户外用品公司经营现金流



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 2017-2019 年户外用品公司经营现金流/经营净收益



资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 盈利预测和投资建议

6.1. 盈利预测

我们假设 2020/2021/2022 年：1) 线下门店分别新开 6/13/14 家，线下门店店效分别增长-15%/1%/6%，对应线下门店收入分别为 2.55/3.29/4.32 亿元、同比增长-3%/29%/31%；2) 线上收入分别为 0.9/1/1.09 亿元、同比增长 15%/10%/10%；3) 松鼠乐园分别为 5/6/8 家，2020 年受疫情影响客流下降、2021 年有望恢复，预计年客流量分别为 50/260/360 万人次，对应收入分别为 0.18/0.99/1.2 亿元、同比增长-27%/467%/21%。4) 自研后有望带动整体毛利率提升，预计 20/21/22 年毛利率分别为 48.4%/50.3%/52.1%。

表 8 收入拆分 (亿元)

	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入	4.02	4.29	5.78	7.18

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	YOY	-4%	7%	35%	24%
一、线下门店		2.62	2.55	3.29	4.32
	YOY	-15%	-3%	29%	31%
二、线上		0.79*	0.90	1.00	1.09
	YOY	-16%	15%	10%	10%
三、松鼠乐园		0.24*	0.18	0.99	1.20
	YOY	100%	-27%	467%	21%
人流(万人次)		近80万	50	260	360
四、其他		0.38	0.67	0.50	0.58
	YOY	35%	77%	-25%	15%
	净利	-0.30	-0.10	0.30	0.56
	YOY	-691%	NA	NA	87%
	净利率	-7%	-2%	5%	8%

资料来源：公司公告，华西证券研究所。标*数据为估算所得。

6.2. 绝对估值法

基于长周期对未来自由现金流折现，预计公司未来自由现金流伴随业务扩张及利润释放而快速增长，预测期为2020-2026年、过渡期持续到2032年且期内增速10%、之后为永续期且期内增速1.8%。根据历史情况假设公司负债比重35%、债务资本成本8%，同时公司股权比重65%、基于CAPM模型得到股权资本成本14%，因此有公司WACC为11%。预计2020年非核心资产2.7亿、付息债务1.4亿，由此得到公司2020年合理股权价值为30亿元人民币。

表9 DCF绝对估值法

		假设					
	债务资本成本 Kd	8%		贝塔值 (β)		0.9	
	长期有效税率 T	25%		无风险利率 Rf		2%	
	债务资本比重 Wd	35%		市场的预期收益率 Rm		15%	
	股权资本成本 Ke	14%		永续增长率 g		1.8%	
	股权资本比重 We	65%		过渡期增长率 g		10%	
	加权平均资本成本 WACC	11%		过渡期年数 N		6	
估值							
单位：百万	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NOPLAT	-7	30	56	99	147	204	254
加：折旧摊销	17	21	26	29	34	38	43
减：营运资本增加	3	4	4	4	5	5	6
减：资本支出	13	14	15	17	19	21	23

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司自由现金流 FCFF	-6	33	62	107	158	217	269
FCFF 预测期现值	528	593	622	621	571	459	269
FCFF 过渡期现值	835	927	1029	1142	1268	1407	1562
FCFF 永续价值现值	1504	1670	1853	2057	2284	2535	2814
企业价值	2867	3190	3504	3820	4122	4401	4645
加：非核心资产	270	270	270	270	270	270	270
减：付息债务	140	140	140	140	140	140	140
减：少数股东权益	23	23	23	23	23	23	23
股权价值（亿人民币）	30	33	36	39	42	45	48
总股本（百万）	145	145	145	145	145	145	145
每股价值	20.45	22.67	24.83	27.01	29.09	31.01	32.68
		11%	10%	9%	8%	7%	5%

资料来源：华西证券研究所

6.3. 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、四季度呈现强劲增长；2) X-BIONIC 运营计划 2021 年逐步开始落地、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。我们预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为-0.07/0.21/0.39 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10 可比公司估值

公司名称	收盘价	2020E EPS	2021E EPS	2022E EPS	2020E PE	2021E PE	2022E PE
探路者	7.05	-0.09	0.08	0.12	-75	93	59

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2020 年 12 月 21 日。

7. 风险

X-BIONIC 运营不及预期：公司 2021 年正式开启 X-BIONIC 运营，运营不及预期将对公司整体业绩产生不利影响；

松鼠乐园客流恢复不及预期：松鼠乐园 2020 年受疫情影响客流下降，2021 年若疫情反复、客流不及预期将对业绩产生负面影响；

线下门店拓展不及预期：公司 2020 年开始加速开店，若未来线下门店拓展不及预期将对业绩产生负面影响；

系统性风险。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	402	429	578	718	净利润	-29	-11	31	59
YoY (%)	-4.3%	6.8%	34.6%	24.2%	折旧和摊销	16	17	17	17
营业成本	208	222	287	344	营运资金变动	-63	-49	-56	-50
营业税金及附加	3	2	3	4	经营活动现金流	-43	-2	23	59
销售费用	119	131	166	194	资本开支	-40	-109	-106	-107
管理费用	52	52	61	79	投资	117	0	0	0
财务费用	6	4	2	2	投资活动现金流	83	-109	-106	-107
资产减值损失	-32	-34	-26	-29	股权募资	4	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	债务募资	106	-5	-79	64
营业利润	-30	-11	33	62	筹资活动现金流	-27	-11	135	61
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	12	-122	52	12
利润总额	-30	-11	33	62	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-2	0	2	3	成长能力				
净利润	-29	-11	31	59	营业收入增长率	-4.3%	6.8%	34.6%	24.2%
归属于母公司净利润	-30	-10	30	56	净利润增长率	-691.3%	65.8%	397.6%	86.9%
YoY (%)	-691.3%	65.8%	397.6%	86.9%	盈利能力				
每股收益	-0.20	-0.07	0.21	0.39	毛利率	48.2%	48.4%	50.3%	52.1%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	-7.1%	-2.5%	5.4%	8.2%
货币资金	257	135	187	199	总资产收益率 ROA	-3.6%	-1.2%	3.0%	4.9%
预付款项	28	28	37	44	净资产收益率 ROE	-5.0%	-1.7%	3.6%	6.4%
存货	230	243	276	302	偿债能力				
其他流动资产	48	50	61	72	流动比率	3.06	2.54	4.53	2.93
流动资产合计	562	456	561	617	速动比率	1.66	1.03	2.01	1.29
长期股权投资	11	11	11	11	现金比率	1.40	0.75	1.51	0.94
固定资产	205	295	382	471	资产负债率	26.0%	26.0%	15.5%	21.1%
无形资产	4	5	7	8	经营效率				
非流动资产合计	268	360	449	539	总资产周转率	0.48	0.53	0.57	0.62
资产合计	830	816	1,010	1,155	每股指标 (元)				
短期借款	101	96	18	82	每股收益	-0.20	-0.07	0.21	0.39
应付账款及票据	22	23	30	36	每股净资产	4.07	4.00	5.71	6.10
其他流动负债	60	60	77	93	每股经营现金流	-0.30	-0.01	0.16	0.40
流动负债合计	183	180	124	211	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	33	33	33	33	估值分析				
其他长期负债	0	0	0	0	PE	-89.12	-260.94	87.68	46.91
非流动负债合计	33	33	33	33	PB	4.54	4.55	3.19	2.99
负债合计	216	212	156	243					
股本	146	146	146	146					
少数股东权益	22	22	23	25					
股东权益合计	614	604	853	912					
负债和股东权益合计	830	816	1,010	1,155					

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、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

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。