三夫户外 20260831

三夫户外：自有品牌 X-BIONIC 高增，代理矩阵与渠道升级驱动成长

摘要

- 自有品牌 X-BIONIC 上半年营收 2.17 亿元，同比+54.69%，净利率超 10%，长期目标 15%且营收冲刺 10 亿元。
- 代理品牌矩阵高增：LaSportiva 增速 90%（营收 3,500 万），Marmot 营收从百万级跃升至千万级，5.11 营收超千万。
- 渠道结构优化：线上营收 2.7 亿（同比+56%），占比 52.6%且净利略高于线下；线下聚焦 X-BIONIC 单品牌店升级，9-10 月迎开业潮。
- 参股品牌贡献增量：攀山鼠上半年营收 1.8 亿（同比+30%-40%），净利率达 20%，预计未来 2-3 年维持 20%-30%增长。
- 短期波动与修复：7 月受门店装修及高温影响增速放缓至 50%以下，8 月 20 日后销售基本恢复，看好 10-12 月户外旺季表现。
- 财务指标变动：毛利率提升 5pct，管理费用率下降 4pct；资产减值增加系消化 2022 年及 Houdini 早期库存，新品售罄率高。
- 新增长点：签约中等价位品牌 Odlo，与 X-BIONIC 形成差异化互补；Houdini 完成版型与供应链调整，预计 2027 年迎来爆发。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体经营业绩、各业务板块的表现以及近期的工作重点？

2026 年上半年，公司实现营业收入约 5.27 亿元，同比增长近 40%；实现归母净利润 5,320 万元，同比增长超过 200%。业绩增长主要得益于公司自 2022 年起从渠道运营向品牌化运营的转型战略。 分品牌来看，核心自有品牌 X-BIONIC 上半年实现收入 2.17 亿元，同比增长 54.69%。公司独家代理的其他品牌如 Houdini、Crispi 也呈现出良好的增长态势。江苏三夫旗下代理的 La Sportiva、Danner、Marmot、5.11 及 Mystery Ranch 等品牌整体增速显著，其中 La Sportiva 达到 90%，Marmot 因 2025 年基数较小（上半年收入 100 多万元），2026 年营收已超过 1,000 万元。 分渠道来看，直营门店业务收入同比增长 21

人在草木间

总营收的 29%。主要面向经销商的批发业务（包括 Houdini、X-BIONIC 等品牌）收入超过 7,000 万元，同比增长约 37%，占总营收的 14%。线上业务方面，在天猫、抖音、京东等第三方平台的营业收入超过 2,700 万元，同比增长 56%，显示出强劲的增长趋势。 从业务板块来看，自有品牌（包括 X-BIONIC、三夫 Plus、山之道等）上半年总营收为 2.27 亿元，占公司总营收的 43%，预计未来该比例将随 X-BIONIC 销售规模的扩大而进一步提升。户外服务板块（包括赛事、团建等）的销售占比较低，上半年不足 5%，但业务开展情况良好，例如崇礼 168 赛事的参赛人员达到了约两万多人。近期的工作重点主要围绕提升 X-BIONIC 线下零售店的形象展开。沈阳万象城新店已于六七月份开始装修并已开业，计划于 9 月 5 日举行开业仪式。长春欧亚、北京蓝色港湾、北京西红门荟聚、上海青浦奥莱、北京世纪金源等直营店，以及哈尔滨红场、郑州等经销商门店，预计将在 9 月底至 10 月份陆续开业，届时年底前将完成所有线下门店新零售形象的落地。此外，公司近期签约了瑞士品牌 Odlo。该品牌知名度高，设计优势强，在国内市场定位中等价位。其产品以保湿性更强的贴身层为主，与 X-BIONIC 强调科技性的贴身层形成差异化，预计将对公司未来的销售和利润增长起到积极推动作用。未来，公司的战略方向将聚焦于提升品牌运营能力，在保持 X-BIONIC 高增长的同时，推动其他代理品牌贡献更好的业绩。

X-BIONIC 品牌在 2026 年上半年实现了近 55%的高速增长，请问下半年，特别是最近一两个月的零售情况如何，是否能维持上半年的增长势头？

7 月份的整体增速相较于上半年有所放缓，虽然仍在增长，但增速未达到 50%的水平。这主要受到几个因素的影响：首先，自 6 月份起公司开始对线下门店进行调整，部分重要店铺如沈阳万象城店长期处于闭店装修状态，对销售产生了一定影响。公司计划在 9 月底前完成线下渠道的布局，以迎接 10 月至 12 月的户外销售旺季。其次，2026 年 7 月全国天气普遍炎热，部分按计划上新的秋装未能及时上架。此外，618 促销活动周期较长，提前消化了大部分春夏装库存，也对 7 月份的业绩造成了影响。 从 8 月份的数据来看，截至 8 月 20 日左右，销售情况已基本恢复，表现远好于 7 月份。预计即使 8 月份的增速未能达到 50%，在接下来的 9 月和 10 月也会有良好的市场表现。

自有品牌中销售占比最高的 X-BIONIC 在 2026 年上半年的利润率水平如何，以及未来的提升趋势是怎样的？同时，其他几个主要代理品牌的盈利能力表现如何？

X-BIONIC 品牌目前仍处于市场推广阶段，因此尚未设定精细的利润率目标。此前交流中提到其净利率大约在 8%至 10%的水平，2026 年上半年的实际表现已高于此数字。从长期来看，当销售达到相对稳定状态后，期望其净利率至少能保持在 15%的水平。 从其他品牌来看，上海飞蛙（主要运营 CRISPI 和 HOUDINI 品牌）2026 年上半年的净利率约为 12.6%。江苏三夫（运营包括拉斯、MR、DANNER 等多个品牌）的净利率约为 6%，这主要是因为旗下品牌众多且单个品牌势能尚不大，且目前销售以线上渠道为主。 在内部组织架构上，X-BIONIC 是一个独立的

品牌事业部。CRISPI 和 HOUDINI 归属于上海飞蛙事业部，由副总经理贾总负责。拉斯、MR、DANNER 等品牌则归属于江苏三夫事业部，由副总经理孙总负责。

CRISPI 和 HOUDINI 这两个品牌上半年均实现了自然增长，其中 CRISPI 增速超过 20%，HOUDINI 也达到两位数。请问公司对这两个品牌的中长期收入规模和发展规划是怎样的？

CRISPI 品牌目前基本处于自然增长状态。作为一个专业的徒步鞋靴品牌，其单品牌直营店目前仅有上海浦东嘉里中心一家，原计划 2026 年再开新店的可能性不大。其销售主要通过三夫户外的多品牌集合店以及经销商的多品牌店铺内的销售专区进行。2026 年上半年的增速超过 20%，表现优于年初设定的 15%至 20%的增长目标。 HOUDINI 品牌在 2026 年上半年增速为 11%，增速放缓主要是因为公司主动进行了一系列调整。具体调整包括：供应链从欧洲转移至东南亚；服装版型从偏欧美风格调整为更适合亚洲人身材的版型；产品色彩运用也更贴合亚洲市场的审美。此外，公司对经销商网络进行了优化，对于表现优异的门店，鼓励其扩大面积或提升门店形象；对于表现不佳的门店则予以关停。同时，公司也开始接手部分优质商圈的经销商门店进行自营，例如 2026 年 3 月接手了北京西红门荟聚的门店。 经过 2026 年的调整，预计 HOUDINI 在 2027 年将迎来更好的发展，其未来的营收潜力远超 2025 年约 1 亿元的水平。对于 CRISPI，近一两年的增长目标将维持在 15%至 20%。由于目前市场热点集中在越野跑鞋而非徒步鞋靴，CRISPI 的更大发展可能需要等待徒步运动在国内进一步普及。

关于 HOUDINI 品牌的渠道策略，未来是会像 X-BIONIC 一样，更多地开设独立的单品牌店吗？这类独立店的店效表现如何？

X-BIONIC 的发展方向是坚定的单品牌店模式，2026 年上半年公司自营新开的 7 家店中，除 1 家为战术品类综合店外，其余均为单品牌店。HOUDINI 未来的发展方向同样是以单品牌店为主，这也是当前户外产业的主流发展模式。尽管目前 HOUDINI 仍以经销商门店为主，其中部分设在品牌专区，但公司已在逐步回收表现不佳的经销商单品牌店，并由三夫户外接手自营，同时鼓励优质经销商扩大经营。

HOUDINI 品牌是否有明确的三年发展规划？

HOUDINI 品牌有相应的三年规划，目前正在与品牌方进行沟通。品牌方代表预计将于 2026 年 9 月到访中国，与管理层就 2026 年下半年及 2027 年的发展规划进行进一步的商讨和调整。

2026 年上半年，公司代理业务同比增长 71%，请问主要由哪些品牌的营收增长所贡献？同时，公司对旗下各代理品牌有何推广策略？

从增长率贡献来看，La Sportiva 品牌表现突出，其上半年营收达到 3,500 万元。该品牌主营攀岩鞋靴，在攀岩品类中处于领先地位。其次是土拨鼠品牌，由于 2025 年基数较低，今年上半年实现了约 1,000 多万元的营收，增长显著。 从营收绝对值来看，除了 La Sportiva 的 3,500 万元，MR（Mystery Ranch）背包品牌实现了约 2,900 万元的营收，Danner 鞋履品牌营收为 1,600 万元。此外，2026 年新代理的军品风格品牌 5.11 上半年表现优异，营收已超过 1,000 万元，并在上海浦东嘉里城开设了首家单品牌店。这些品牌主要通过线上渠道销售，并辅以经销商布局和少数单品牌店。 公司针对旗下所有品牌均制定了与其特性相符的推广计划，但资源投入力度会根据品牌情况有所不同，并非所有品牌都采用与 X-BIONIC 同等规模的大力推广。例如，La Sportiva 品牌在 ISPO 等展会上进行展示，其产品线也涵盖越野跑装备。而 5.11 作为一个具有军警特色的品牌，将是下半年重点推广的对象。公司旗下代理的品牌定位差异化明显，均是在各自细分领域中排名靠前的专业品牌，不存在同品类同质化竞争的情况。

从财务数据来看，公司整体毛利率提升了 5 个百分点，销售费用率也提升了近 5 个百分点，而管理费用率下降了约 4 个百分点，请问这些变动的主要原因是什么？

销售费用率的提升主要源于三个方面：首先，随着营业收入的增长，相应的职工薪酬有所增加；其次，上半年新开设门店产生了租金及装修费用的摊销；最后，公司上半年开展了一系列市场运营和推广活动，导致市场营销费用增长。管理费用率的下降则得益于公司在降本增效方面的努力。

公司的投资收益提升了两个百分点，这是否与攀山鼠（Klättermusen）品牌的业绩有关？该品牌目前的经营状况和未来的增长预期如何？

投资收益的提升确实与攀山鼠品牌的良好表现有关。2026 年上半年，该品牌营收增速在 30%至 40%之间，净利润也实现了较快增长。其上半年营收体量约为 1.8 亿元，净利率高达 20%。作为攀山鼠合资公司的经销商，在合并报表层面会进行未实现内部收益的调整，即公司向其采购但尚未售出的存货会对投资收益产生影响，但整体影响不大。对于未来增长，将根据其具体情况进行评估，预计未来两到三年保持 20%至 30%的增长问题不大。

公司的资产减值损失增加了 2.5 个百分点，主要原因是什么？存货状况如何？

资产减值损失的增加主要是由于正常的存货计提。尽管 2026 年上半年销售收入增速较快，但存货并未同比例快速增长，不过绝对值依然较大。目前的库存压力主要来自 X-BIONIC 早期（特别是 2022 年）以及之前 Houdini 品牌的部分存货。当前 X-BIONIC 新品的售罄率很高，待早期库存消化完毕后，整体存货状况将得

到改善。

公司半年报中提到，三夫会员新增超过 25,000 人，门店会员总数达 46.3 万，会销比为 96%。请问这里的会员统计口径是什么？“会销比”具体指什么？

报告中提及的 46.3 万会员仅指三夫户外线下门店的会员数量，不包含线上会员，目前线上与线下的会员体系尚未完全打通。“会销比”指的是会员消费产生的销售额占总销售额的比例，用以衡量会员消费的贡献度。

2026 年上半年电商渠道收入达 2.7 亿，同比增长 56%，占总营收 52.6%。请问公司如何看待当前的线上线下渠道结构，未来的侧重点是什么？以及线上渠道的盈利能力如何？

线上与线下渠道的盈利能力基本相当。公司所有品牌产品均实行线上线下同款同价策略，折扣率也基本一致。线上渠道的毛利率不低于线下直营门店，有时甚至会略高。这得益于平台在大型活动（如 618）期间提供的补贴，使得公司与平台的结算折扣优于消费者实际购买折扣。盈利能力方面，线上渠道扣除平台费用和投流成本后，其人员成本相对低于线下门店，因此净盈利能力可能略高。 对于渠道结构，尽管目前线上占比超过一半，但公司理想的状态是线上收入占比在一半或以下。公司高度重视线下门店作为品牌形象展示和体验的重要性，尤其对于高端品牌而言。因此，2026 年公司加大了 X-BIONIC 线下门店的拓展力度，重点布局以华北、东北为主的北方区域。未来一到两年，计划在合适的时机向华东、西南、华南等其他区域拓展。公司的策略是持续拓展和提升线下零售店的形象与占比，而非任由线上渠道自然增长，目标是优化渠道结构，提升线下渠道的贡献。

对于专业细分领域的头部品牌，其宣传推广成本是否天然较低，ROI 是否会更高？公司在市场推广方面的投入策略是怎样的？

与其他大品牌相比，公司的推广成本相对较低。公司目前是按照自有节奏，在有限的资金内进行流量投放、市场推广和交流活动。但从纵向比较来看，公司在 2026 年整体的市场推广投入已较以往有显著增加。公司在流量投放方面持比较谨慎的态度，会学习和吸取其他品牌在费用支出方面的成功经验。

如果公司有更充裕的现金流并增加在引流和品牌推广上的投入，营收增长的弹性是否会更大？

营收增长的弹性可能会更大。公司目前的流量投放，包括自媒体投放，都是按照自有节奏进行的，尚未覆盖到所有潜在市场区域。例如，2026 年的开店计划主要集中在北京和东北地区，相应的流量投放也更侧重于这些区域，而像华东、西南、华南等广大区域尚未完全覆盖。若具备可行性和充足的现金流，将推广扩展至这些未覆盖区域，营收增长是有可能实现的。

X-BIONIC 品牌未来三年的发展规划和体量目标是什么？

公司希望 X-BIONIC 品牌能尽快达到 10 亿元的营收目标。实现这一目标后，后续的发展可能会更为顺畅。当前阶段，该品牌仍处于努力爬坡的时期。

公司如何同时运营旗下众多品牌？X-BIONIC 品牌的核心单品和应用场景是什么，以及如何实现其大众化、生活化和商务化？

公司旗下各品牌在核心竞争力、差异化及目标客群上均有明确区别，因此会根据每个品牌的自身定位进行运营。考虑到公司体量有限，主要资源会聚焦于 X-BIONIC 品牌，并针对不同品牌采取差异化策略。例如，Houdini 和 Crispi 等品牌更多地通过与经销商合作进行销售；而像 Mystery Ranch 这类更小众的品牌则主要选择线上渠道。 对于 X-BIONIC 品牌，其核心应用场景并不局限于特定运动。尽管该品牌源于滑雪场景，并已扩展至越野跑、路跑、骑行等领域，但公司正致力于将其打造为一个全品类、普适性强的户外品牌。其核心竞争力在于其科技性，这种科技性可以体现在滑雪、越野跑（已推出越野跑鞋）、徒步、登山等多种核心运动场景中。近两年，公司为 X-BIONIC 配备了大量普适性的日常穿着产品，例如目前销售表现良好的商务款 T 恤、飞翼系列以及布里兹艾德等产品。这些产品既适合日常穿着，也能满足户外运动需求，具有很强的普适性，从而推动品牌走向大众化、生活化和商务化。