

## 纺织服装

2017年03月07日

# 牧高笛 (603908)

——“篷”勃发展，户外巨轮破冰远航

## 发行上市资料：

发行价格(元)	16.4
发行股数(万股)	1669
发行日期	2017-02-23
发行方式	上网定价
主承销商	国泰君安证券股份有限公司
上市日期	2017-03-07

\*首日上市股数 1669 万股

## 基础数据(发行前):2016年12月31日

每股净资产(元)	3.88
总股本/流通A股(百万)	67/17
流通B股/H股(百万)	-/-

## 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

## 研究支持

唐宋媛 A0230117010003  
tangsy@swsresearch.com

## 联系人

唐宋媛  
(8621)23297818×7417  
tangsy@swsresearch.com

## 投资要点：

- **公司定位“户外领域极致单品供应商”，是户外露营装备制造龙头之一。**1) 公司业务包括户外用品的OEM/ODM和自主品牌，16年占营收比重分别为62%和38%。2) 15年业绩爆发16年小幅回落，未来有望恢复增长，12-16年公司营收/归母净利润复合增速6%/10%；15年爆发增长，营收/归母净利润分别为4.5亿/5400万元，同比增加5.3%/54.7%，16年营收/归母净利润分别下滑5.6%/12.4%，主要因受俄罗斯经济下行压力及海外客户自身经营策略调整影响。3) 公司实际控制人为陆瞰华、陆瞰峰，股权集中，决策力强。陆式兄弟持有发行后65%股权，团队相对年轻，人才阶梯合理，后备人才充足。
- **OEM/ODM+自主品牌双管齐下，借力产业东风展翅高飞。**1) 户外市场容量巨大，产业政策扶持力度强。经济回暖以及旅游行业火热，带动户外运动兴起，国内外需求不断升温。同时16年相关产业的“十三五”规划给予户外行业极大的信心和支持。2) 产品维度宽，销售覆盖广。主要产品有帐篷及装备、户外服饰和鞋类以及配件，16年帐篷及装备占营收比重超70%。外销以欧洲为主，内销华东居多，未来拓展新市场潜力可期。3) OEM/ODM业务一骑绝尘，大牌零售商合作紧密。公司和国际大牌零售商合作稳定，为迪卡侬、outdoors、Coles Group等知名公司制造户外露营装备，主要客户近三年保持稳定，营收占比均处在40%左右。14/15年公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名分别为第三/二位。4) 两大产品系列支撑自主品牌业务稳健成长。“徒步+露营”两大产品系列品类繁多，满足消费者不同需求。自主品牌平稳发展，16年营收1.6亿元，占总营收比重较去年上升1%至38%，其中服饰类产品16年营收1.1亿元，构成自主品牌最大品类。
- **“全渠道+精准化”双管齐下，销售能力全面提升。**1) 形成“加盟店+直营店+专业户外店+网上销售”为核心的“四轮驱动”渠道模式优势。截止至16年底，公司店铺总数达928家，其中加盟店315家，直营店18家，专业户外店595家，同时在“天猫”、“京东”等电子商务平台开通网络渠道。16年电商营收达2788万元，占营收比重分别为6.5%。2) 精准化营销客群，粉丝经济化零为整。聘请影视明星代言品牌，利用网红宣传，将粉丝流量有效转化为收入；涉足各类户外运动赛事，并举办“行·无界”品牌系列活动，传播户外运动文化的同时，提高品牌知名度和影响力。
- **公司本次拟发行1669万股，募集资金净额2.3亿元，用于“一站式”营销渠道建设项目(1.5亿元)，O2O管理系统及信息化建设项目(1881万元)，牧高笛仓储中心及产品展示厅项目(3150万元)，补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金(3228万元)。**
- **公司是国内户外产业龙头，自有品牌徒步+露营产品优异，渠道四轮驱动全面覆盖消费群体，“全民健身”政策东风带来新机遇，未来看好公司“直营+电商”渠道突破和品牌力提升，**我们预计公司17-19年完全摊薄后EPS分别为1.16/1.28/1.43元，对比A股可比公司状况，我们给予公司2017年合理估值60-70倍，对应公司合理价格区间为70-81元。
- **风险提示：**市场低迷、未能把握市场趋势、网络销售的冲击、加盟商管理和存货管理
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

## 盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	455	431	445	476	520
同比增长率(%)	5.32	-5.32	3.31	6.97	9.24
净利润(百万元)	54	47	58	64	72
同比增长率(%)	54.71	-12.44	22.14	10.34	12.50
每股收益(元/股)	1.08	0.95	1.16	1.28	1.43
毛利率(%)	33.1	34.4	34.4	35.0	35.1
ROE(%)	31.7	24.5	23.0	20.3	18.5
市盈率	-	-	-	-	-



申万宏源研究微信服务号

## 目录

1. 国内户外用品领军者，定位单品极致供应商 .....	5
1.1 全渠道、多方位，打造户外用品航母 .....	5
1.2 外销受阻拖累 16 年业绩，17 年有望打出“翻身仗” .....	6
1.3 公司股权集中，陆氏兄弟持有 65% 股权，决策力强 .....	8
2. 户外用品市场需求旺盛，公司龙头地位大展身手 .....	9
2.1 户外用品市场容量可观，国内外需求不断增长 .....	9
2.2 对标行业先驱，未来前景广阔，有望一鸣惊人 .....	11
3. “OEM/ODM+自有品牌”两翼齐飞，助力公司平稳发展 .....	12
3.1 露营品牌“牧高笛”独占鳌头，国内外市场双向发力 .....	12
3.2 OEM/ODM 一骑绝尘，全球亲密合作，业务稳定 .....	12
3.3 “徒步+露营”双枪发力，开拓自有品牌市场，茁壮成长 .....	14
4. “全渠道+精准化”双管齐下，释放终端销售潜能 .....	15
4.1 四轮驱动，渠道全覆盖消费者，增强销售弹性 .....	15
4.2 定位轰炸，精准化营销客群，成为购买首选 .....	18
5. 募投项目分析 .....	20
6. 风险分析 .....	21
6.1 市场竞争风险 .....	21
6.2 消费时尚变化风险 .....	21
6.3 主要销售国的政治经济形势变化、贸易政策变化风险 .....	21
6.4 经销商销售模式风险 .....	22
6.5 主要原材料供应和价格波动的风险 .....	22
6.6 存货余额较大导致的风险 .....	22
7. 盈利预测 .....	22

## 图表目录

图 1: 公司发展历程图.....	5
图 2: 公司门店情况.....	6
图 3: 公司各渠道销售占比.....	6
图 4: 公司营业收入情况.....	7
图 5: 公司归母净利润情况.....	7
图 6: 分产品毛利率变动情况.....	7
图 7: 分渠道毛利率变动情况.....	7
图 8: 公司毛利率净利率情况.....	7
图 9: 公司管理费用率与销售费用率情况.....	7
图 10: 发行后公司股权结构图.....	8
图 11: 公司员工年龄分布.....	9
图 12: 公司员工专业分布.....	9
图 13: 美国户外运动参与情况.....	9
图 14: 2008 年-2015 年中国人均国内旅游花费.....	11
图 15: 公司各类产品营收情况.....	12
图 16: 公司内外销情况.....	12
图 17: 公司 OEM/EDM 业务营收情况.....	13
图 18: 公司 OEM/EDM 业务营收占比.....	13
图 19: OEM/ODM 业务露营帐篷.....	13
图 20: 公司 OEM/EDM 业务前五大客户营收占比.....	13
图 21: 公司 2016 年 OEM/EDM 业务五大客户.....	13
图 22: 公司自有品牌产品.....	14
图 23: 公司自有品牌营收情况.....	15
图 24: 公司自有品牌营收占比.....	15
图 25: 公司自有品牌分产品营收情况.....	15
图 26: 公司加盟店店铺情况.....	16
图 27: 公司专业户外店店铺情况.....	16
图 28: 公司加盟店门店.....	16

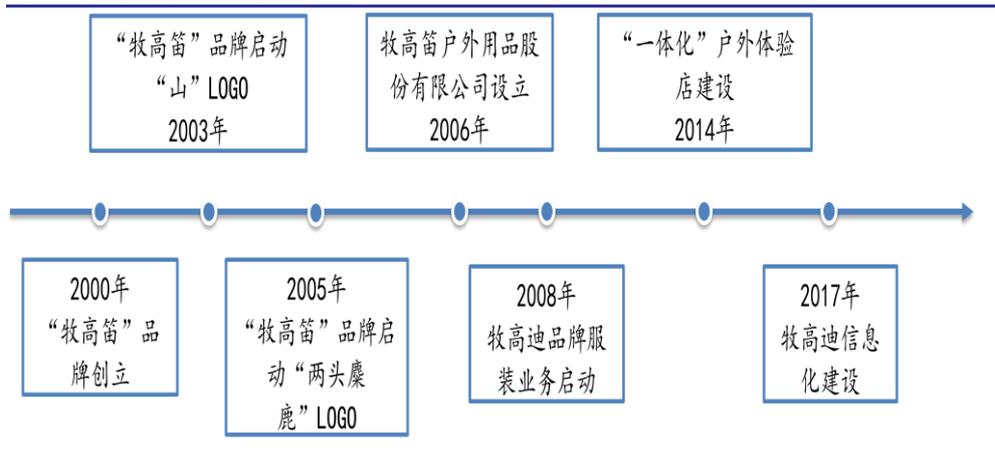
图 29: 公司专业户外店门店 .....	16
图 30: 公司直营店店铺数 .....	17
图 31: 公司直营店门店 .....	17
图 32: 公司“一站式”户外体验店” .....	17
图 33: 公司京东旗舰店 .....	18
图 34: 公司天猫旗舰店 .....	18
图 35: 何润东代言牧高笛品牌 .....	18
图 36: 李纯微博宣传牧高笛品牌 .....	18
图 37: 中国地质大学北京户外队活动 .....	19
图 38: “行·无界”尼泊尔站 .....	19
图 39: “行·无界”非洲站 .....	19
图 40: “行·无界”新西兰站 .....	19
图 41: “行·无界”澳大利亚站 .....	19
图 42: 《行者-去你的撒哈拉》宣传海报 .....	20
表 1: 公司主要产品类别及营收情况 .....	5
表 2: 相关产业政策 .....	10
表 3: 行业内主要公司业绩对比 .....	11
表 4: 公司产品系列 .....	14
表 5: 公司店铺数量情况 .....	16
表 6: 公司电商平台营收情况 .....	17
表 7: 募投项目概览 .....	20
表 8: 行业内可比公司估值表 .....	23
表 9: 公司收入拆分表 .....	23
表 10: 盈利预测表 .....	24

# 1. 国内户外用品领军者，定位单品极致供应商

## 1.1 全渠道、多方位，打造户外用品航母

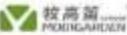
深耕户外用品行业 10 年，OEM/ODM + 自有品牌两翼齐飞，经营优势明显。1) 公司于 2006 年 10 月由来飞野营与华安机械共同设立，致力于将“牧高笛 (MobiGarden)”打造成为中国户外产业领军品牌之一，并成为中国户外露营第一品牌。2) 专注于以露营帐篷为主的户外用品的研发、设计、生产和销售，以 OEM/ODM 的模式为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，16 年 OEM/ODM 业务营收 2.6 亿元，占比 62%，并且与迪卡侬、Go outdoors、Coles Group 等国际大型品牌零售商建立长期稳定的合作关系。3) 重点开拓自主品牌业务，16 年自主品牌营收 1.6 亿元，占比 38%。公司通过品牌培育、自主产品设计、供应链管理、营销网络优化等举措，依托自主品牌在全国范围内向大众消费者提供高性价比的、兼顾专业性与时尚性的户外服饰和装备产品。

图 1：公司发展历程图



资料来源：申万宏源研究

表 1：公司主要产品类别及营收情况

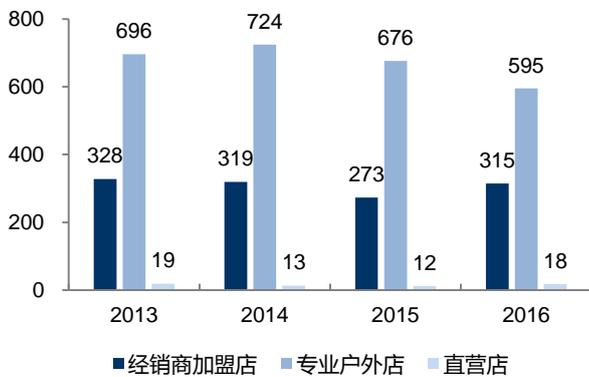
业务形式	品牌标识	产品方向	产品品类	门店	2016 年营业收入 (百万元)	2016 年营收占比 (%)
OEM/ODM			各式露营帐篷		265	62
自主品牌		满足专业徒步	户外服饰；各类鞋品；其他专业徒步装备。	928	165	38
		满足户外露营	各类露营装备			

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

公司终端零售多样化，“一站式”体验店提升品牌影响力。1) 公司自主品牌业务销售渠道主要为经销商加盟店、直营店、专业户外店和电子商务渠道，其中销售占比较高的为经销商加盟店、专业户外店。截至 2016 年 12 月 31 日，公司共有共计拥有门店 928 家，其

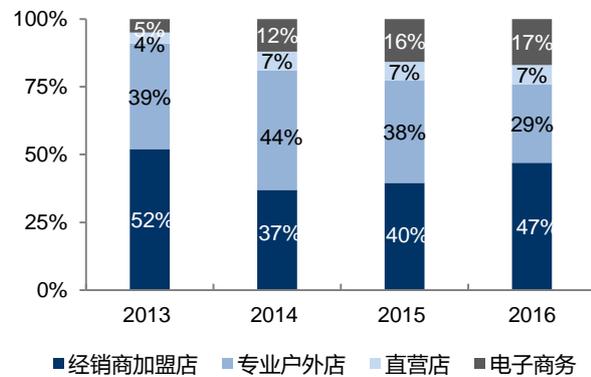
中专业户外店 595 家，占终端总数超 60%。专业户外门店销售占比不断下降，从 2014 年的 44% 逐渐下降到 2016 年的 29%。2) 公司于 2014 年起建设“一站式”户外体验店，以此来更好树立公司良好的品牌形象，有效促进品牌知名度。

图 2：公司门店情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 3：公司各渠道销售占比



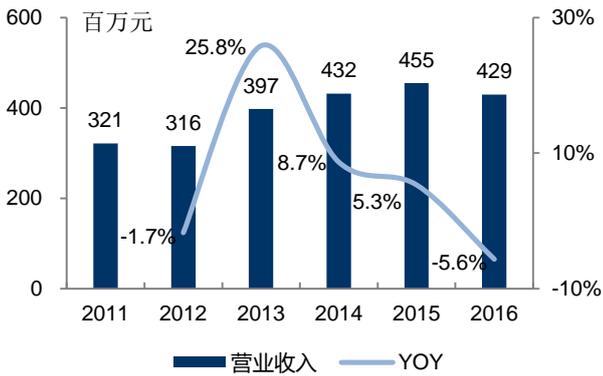
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**全方位多角度营销策略，品牌秀出新花样。**公司品牌倡导安全户外、舒适自在的生活方式，引领人们走出城市，但不抛弃城市；亲近户外，但不永远留在户外。公司在 2011 年邀请何润东为形象代言人，是国内户外品牌聘请影视明星进行品牌推广的首例；2012 年开始开展“行·无界”系列户外活动，展现及延伸品牌的核心价值；2015 年冠名纪录片《行者-去你的撒哈拉》。

## 1.2 外销受阻拖累 16 年业绩，17 年有望打出“翻身仗”

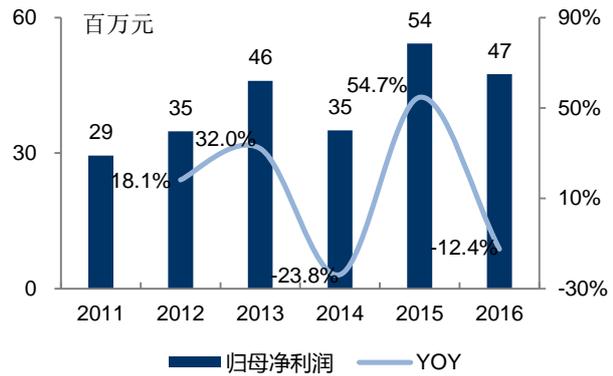
**公司多年营业收入平稳，2012-2016 年营业收入、归母净利润复合增速分别为 6% 和 10%，未来有望稳健增长。**1) 公司营收以及利润保持多年稳定增长，15 年业绩冲高 16 年出现小幅回落。2015 年，公司实现营业收入 4.5 亿元，同比增加 5.3%，归母净利润 5400 万元，同比增加 54.7%；2016 年，公司营业收入同比下滑 5.6%，公司归母净利润同比下滑 12.4%，主要因受俄罗斯经济下行压力不断加大的影响，俄罗斯客户订单量大幅下降，以及个别海外客户自身经营策略调整使得订单量较上年同期下降，导致公司 OEM/ODM 业务收入较去年同期下滑 6.95%。2) **受益于行业高增长，未来预计稳健提升。**15 年我国整体户外市场规模已达 454 亿元，较上年增长 12.5%，随着户外用品行业规模不断增长，公司有望凭借其规模优势、技术优势和品牌优势进一步凸显行业领先地位。

图 4: 公司营业收入情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

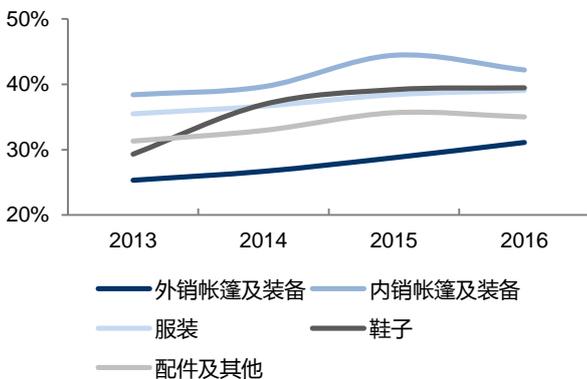
图 5: 公司归母净利润情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

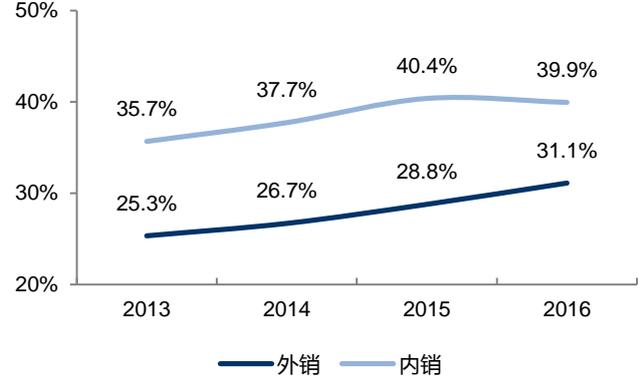
公司产品毛利率在较高水平上保持稳定。1) 从产品类别角度看, 各产品毛利率都较为平稳, 内销帐篷及装备和服饰一直保持较高的毛利率, 分别为 42%/39%, 外销帐篷及装备销量较高, 但其毛利率较低, 为 31%; 2) 从销售渠道和模式角度看, 因外销产品均为 OEM/ODM 业务生产的帐篷及装备, 自主品牌产品则主要内销, 毛利率普遍较高。公司产品的内销毛利率 (40%) 大大高于外销毛利率 (31%)。

图 6: 分产品毛利率变动情况



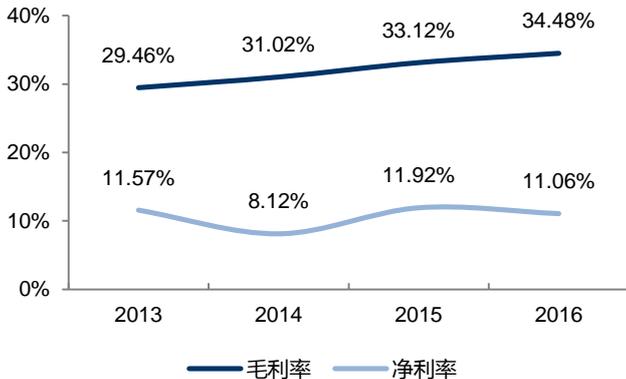
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 7: 分渠道毛利率变动情况



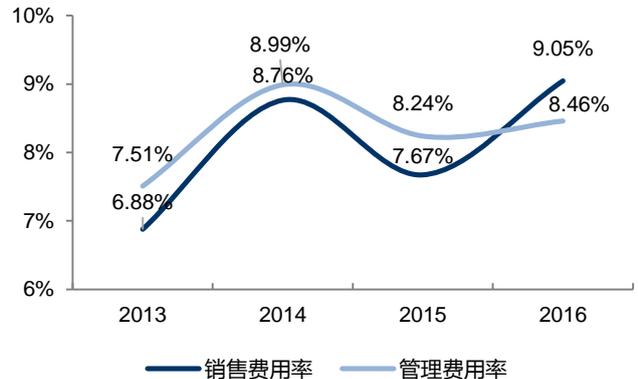
资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 8: 公司毛利率净利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 9: 公司管理费用率与销售费用率情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

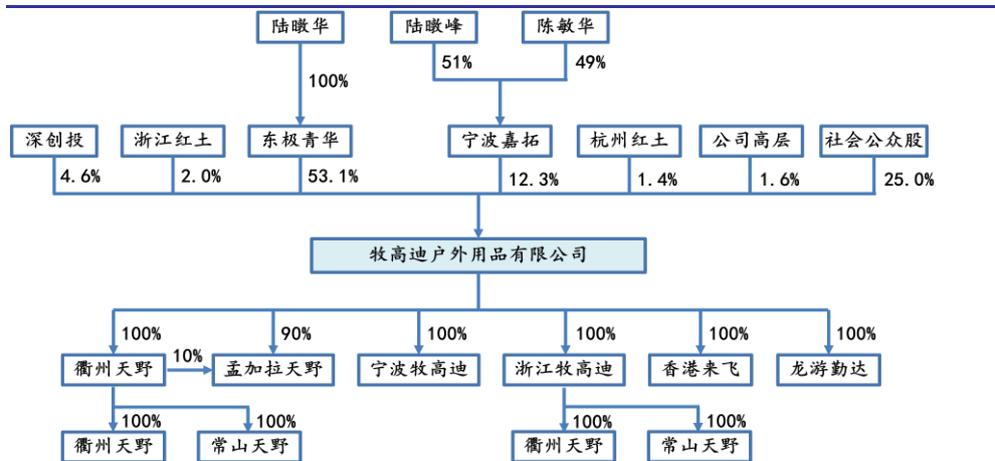
公司管理费用率基本稳定，销售费用率于今年有所上升。2016 年度，因公司销售人员数量增加，使人工成本较上年增加 238.71 万元以及公司宣传方面投入增加，全年业务宣传费用同比增加 184.79 万元。公司销售费用为 3883 万元，同比上升 11%；发生管理费用 3631 万元，同比下降 3%，费用率略微上升。总体费用率较为稳定且处于合理水平。

### 1.3 公司股权集中，陆氏兄弟持有 65% 股权，决策力强

实际控制人为陆瞰华、陆瞰峰，股权高度集中。1) 公司控股股东为东极青华，实际控制人陆瞰华（董事长兼总经理）发行前通过持有东极青华 100% 的出资及宁波嘉拓 49% 的出资，控制公司 78.9% 的股份，此次发行后控股 59.2%。2) 另一实控人为陆瞰华其胞弟陆瞰峰（副董事长兼副总经理）发行前通过持有宁波嘉拓 51% 的出资，控制公司 8% 的股份，此次发行后控股 6%，兄弟两人合计控股 65.2%。

前十名股东多为公司中高层管理人员，掌控公司经营及核心技术。公司第 6-10 名股东中，徐静（董事、外销业务总监）、马其刚（制造总监）、周艳（董事、内销产品总监）、杜素珍（财务总监）、（生管部经理）周新伟均在公司任职多年。

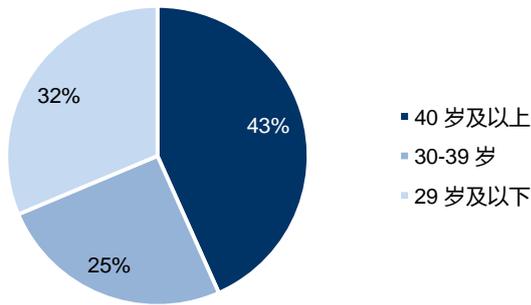
图 10：发行后公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

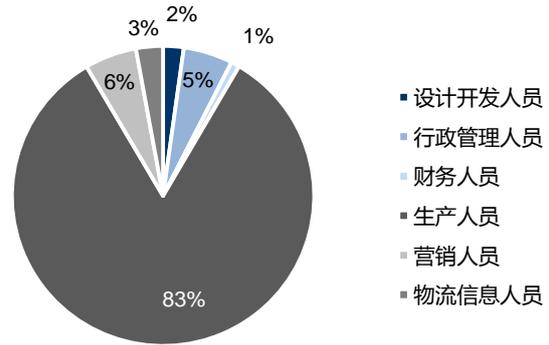
公司整体团队稳定，人员梯队较为合理。员工总数近 3 年保持相对稳定，人才阶梯合理，后备人才充足，有助于公司传承。公司业务偏重于 OEM/ODM 模式，生产人员占比较高，未来随着自主品牌成长，研发人员比例将不断上升。

图 11: 公司员工年龄分布



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 12: 公司员工专业分布



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

## 2. 户外用品市场需求旺盛, 公司龙头地位大展身手

### 2.1 户外用品市场容量可观, 国内外需求不断增长

欧美经济复苏+发达国家户外运动参与率高, 推动户外用品外销。1) 欧美经济逐渐回暖, 出口空间不断加大。近年来, 欧美主要经济体前后经历了美国次贷危机和欧洲主权债务危机, 但是各国政府和央行积极应对, 欧美主要发达国家的经济环境均先后走出低谷, 个人消费与零售行业环境好转。2) 发达国家户外运动发展历史悠久, 文化底蕴深厚。户外运动逐步发展为人们的一种必不可少的生活方式, 正因为有这样的群众性户外运动基础, 即使是在经济危机期间, 欧美的户外参与人数和比例也没有明显的下降。2015年美国参与户外运动的人数为1.4亿人, 约占美国人口总数的48.4%。

图 13: 美国户外运动参与情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

收入提升+产业政策扶持，国内户外运动行业前景广阔。1) 人民生活水平和收入不断提高，购买力不断增强。全国城镇居民人均可支配收入、农村居民人均纯收入由 2008 年的 1.6 万元、0.5 万元增长到 2015 年的 3.2 万元、1.1 万元，年复合增长率达到了 9% 和 10%。2) 国务院、发改委近年来出台多项政策推动体育以及轻工产业，指出将采取继续落实扩大消费需求、支持技术创新和技术改造、大力实施品牌战略、营造有利于中小企业发展的外部环境等政策措施，户外运动行业同时具有体育用品行业、轻工行业、轻纺服装行业的特点，受到多方政策的鼓励与支持，未来发展可期。

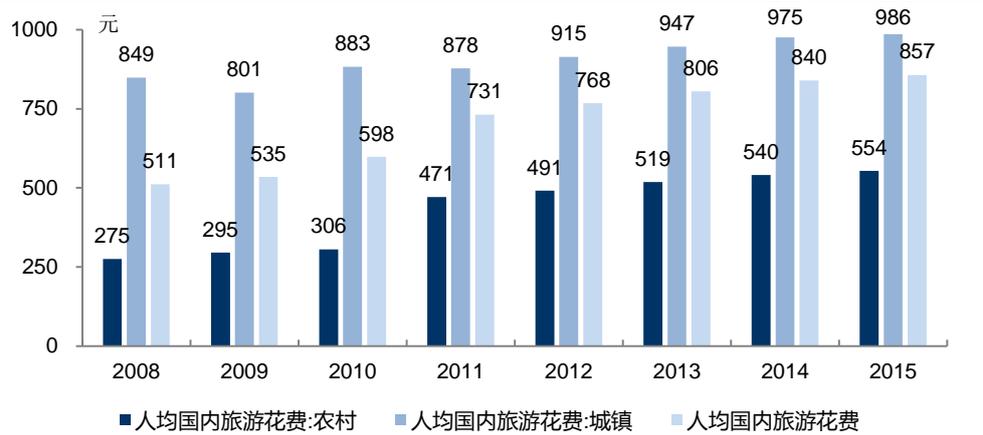
表 2：相关产业政策

序号	产业政策	发布时间	发布单位	主要内容
1	《体育产业“十三五”规划》	2016	国家发改委	到 2020 年，全国体育产业总规模超过 3 万亿元，体育产业增加值的年均增长速度明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到 1%，体育服务业增加值占比超过 30%。以“互联网+”为依托，扩大有效供给，进一步扩大消费。企业要从自身产业基础和专业特点来考虑“互联网+”的思路，适应消费者对轻工产品和服务的需求，拓展使用功能，提高智能化水平，培育消费新热点、新业态，满足和创造多元化、多层次的消费需求。
2	《轻工业“十三五”发展规划》	2016	国家发改委	对休闲露营地的基础设施和服务提出基础性要求，对营地的休闲设施和服务提出推荐性要求，以适用于不同的露营地发展，具有科学性、规范性、适用性、前瞻性四大特点。
3	《休闲露营地建设与服务规范》	2015	国家标准委	到 2025 年，基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系，体育产品和服务更加丰富，市场机制不断完善，消费需求愈加旺盛，对其他产业带动作用明显提升，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。在有条件的地方制定专项规划，引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地、航空飞行营地、船艇码头等设施。
4	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014	国务院	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

国内旅游业的发展推动户外用品的需求。随着人们生活水平的不断提高，各式各样的旅游资源可以被利用和开发，未来国内旅游业仍将保持快速增长。户外用品拥有功能性、休闲性的特点，非常符合外出旅游的实用性需求，户外用品行业蕴藏着巨大的发展潜力。

图 14: 2008 年-2015 年中国人均国内旅游花费



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

## 2.2 对标行业先驱, 未来前景广阔, 有望一鸣惊人

公司的 OEM/ODM 业务出口规模在国内同类可比公司中处于前列。根据中国海关出口统计数据, 2014 年和 2015 年公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名分别为第三位和第二位。

公司的自主品牌业务仍处于发展阶段, 未来发展空间较大; 公司净利率达到 13.8%, 明显高于行业平均, 处于领先地位。公司整体规模与行业龙头 (哥伦比亚, VF, 探路者等) 相比, 仍有上升空间, 但与其他可比公司 (三夫户外等) 相比, 仍处于领先地位。本次发行后, 公司将进一步完善营销网络系统, 提高信息化水平, 升级仓储物流配套设施, 以全面提升公司的市场竞争力和行业影响力。

表 3: 行业内主要公司业绩对比

(截止至 2016 年上半年)

公司简称	上市板块	主营业务	营业收入 (百万元/美元)	毛利率 (%)	净利润 (百万元/美元)	净利率 (%)
哥伦比亚	美股	户外运动服装和鞋类	914	46.7	26	2.9
VF 集团	美股	牛仔装, 内衣, 运动装、户外产品和工作装	5210	48.1	311	6.0
探路者	A 股	户外服装、户外功能鞋和户外装备	1087	33.0	75	6.9
三夫户外	A 股	户外用品连锁零售	141	45.9	7	4.8
牧高笛	A 股	帐篷及装备、服饰、鞋类	266	34.4	37	13.8

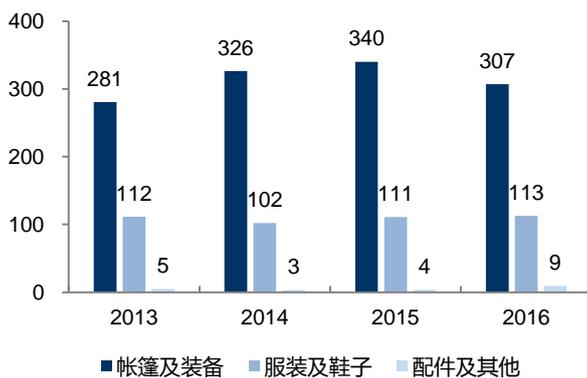
资料来源: 公司招股说明书, wind, 申万宏源研究

### 3. “OEM/ODM+自有品牌”两翼齐飞，助力公司平稳发展

#### 3.1 露营品牌“牧高笛”独占鳌头，国内外市场双向发力

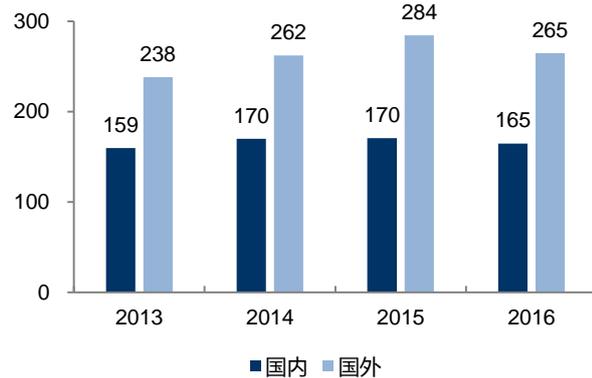
公司产品覆盖面广，销售结构稳定。1) 主要产品有帐篷及装备、户外服饰和鞋类以及配件。各类产品销售中，帐篷及装备营业收入始终占据头名，且占比较大，2016年帐篷及装备营收占比超过70%。户外服饰和鞋类占营业收入的比重逐渐回升，2016年营收占比达26%。2) 外销为主、内销为辅。国外是公司主要的销售区域，其中欧洲是产品的主要市场，近几年加强了北美洲、大洋洲等区域的销售。国内市场方面，东北、华北、西北等地区户外运动较为多样，表现出了较好的户外用品消费环境和意愿，未来将进一步扩大产品在全国范围的覆盖面和渗透力。

图 15: 公司各类产品营收情况



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 16: 公司内外销情况

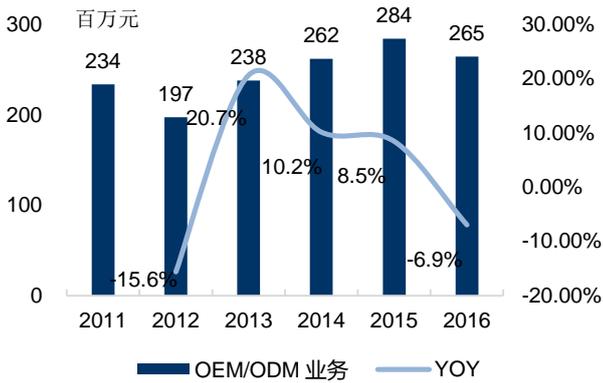


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

#### 3.2 OEM/ODM 一骑绝尘，全球亲密合作，业务稳定

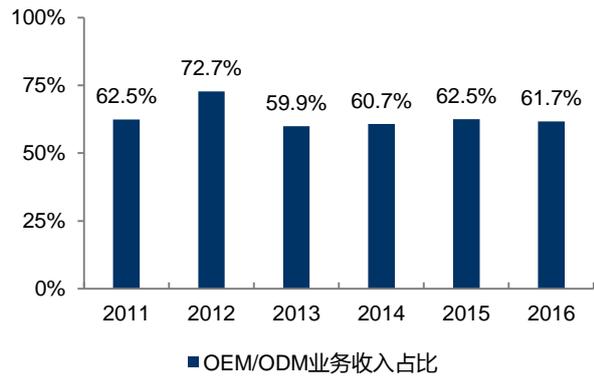
OEM/ODM 业务为公司的核心业务，营收占比稳定在 60%之上，是主要利润来源。1) OEM/ODM 业务生产的帐篷及装备均出口国外，从 2013 年触底反弹以来一直稳定向上，但 2016 年由于俄罗斯经济下行以及部分海外客户经营策略调整，公司 2016 年 OEM/ODM 业务的营业收入为 2.6 亿元，同比下降 6.9%。2) OEM/ODM 业务的露营帐篷种类繁多，各具特色，满足不同人群的需求。按功能划分，可分为露营帐、家庭露营帐、探险徒步帐、汽车露营帐和聚会帐等。

图 17: 公司 OEM/EDM 业务营收情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 18: 公司 OEM/EDM 业务营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

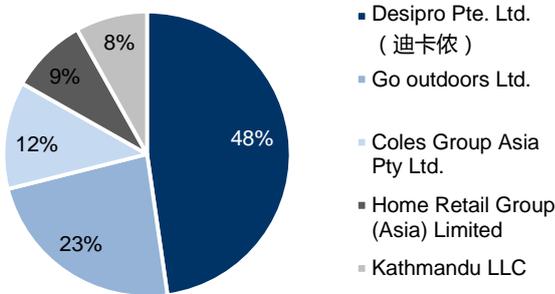
图 19: OEM/ODM 业务露营帐篷



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

公司与国际品牌商深度合作, 形成良好的伙伴关系。1) 公司以其高质量的产品开发设计和生产制造服务, 赢得众多海外品牌商的信赖。2) 公司与迪卡侬等国际品牌商关系稳定, 合作不断深入, 收入占比平稳增长。

图 20: 公司 OEM/EDM 业务前五大客户营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 21: 公司 2016 年 OEM/EDM 业务五大客户



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

**品质领先，大客户信赖。**近三年公司 OEM/EDM 业务五大客户较为稳定，营收占比常年保持在 40%左右，其中迪卡侬、Go outdoor、Coles Group、Home Retail Group 四家公司始终位列前五，三年营收占比分别为 36%，35%，38%，合作关系紧密。同时公司多年来在工艺设计、材料品质、生产效率和后续服务等方面累积了良好的口碑，形成了无形的品牌优势。

### 3.3 “徒步+露营”双枪发力，开拓自有品牌市场，茁壮成长

**专业徒步和户外露营两大系列产品迎合客户不同需求。**公司经过多年品牌管理和推广，拥有自主户外品牌“牧高笛 (Mobi Garden)”，依托该品牌，公司不断拓展品牌业务。公司自主品牌业务根据目标客户群和产品特性的不同，分为专业徒步和两大户外露营系列，通过细分市场，来更好地抓住客群。

表4: 公司产品系列

LOGO	产品系列	主要产品
	专业徒步	冲锋衣、羽绒服、抓绒衣、皮肤衣等户外服饰；登山鞋、徒步鞋、多功能鞋等各类鞋品；帽子、手套等各种户外配饰；帐篷、睡袋、防潮垫等专业徒步装备。
	户外露营	露营帐篷、服装、睡袋、防潮垫等露营装备。

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

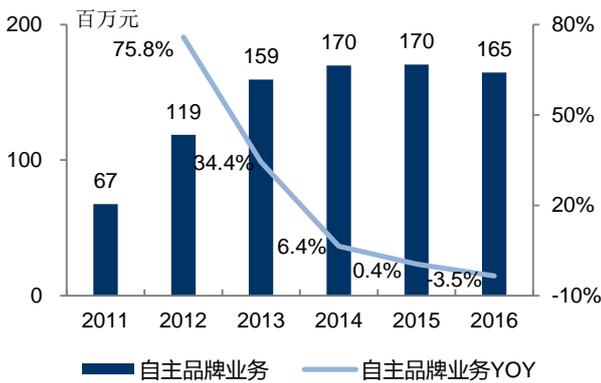
图 22: 公司自有品牌产品



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

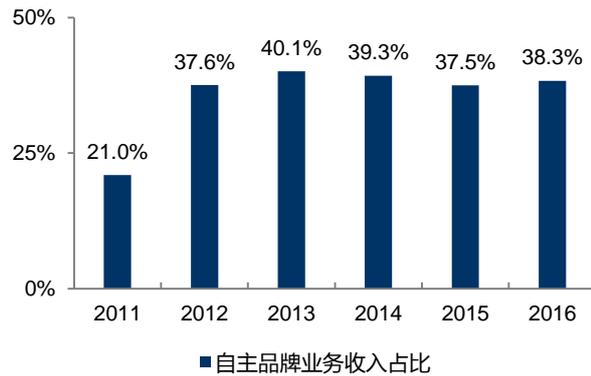
**自主品牌保持稳健，逐渐完善公司业务模式。**自主品牌业务在 2012 年爆发，同比增长 76%，之后营业收入保持稳健。2014 年公司为防止自主品牌业务迅速扩张带来的经营风险，积极优化销售渠道，自主品牌增速逐渐放缓，14/15 年增速分别为 6.4%/0.4%。因自主品牌帐篷产品销量有所回落，公司 2016 年自主品牌业务的营业收入 1.6 亿元，同比下滑 3.5%。

图 23: 公司自有品牌营收情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

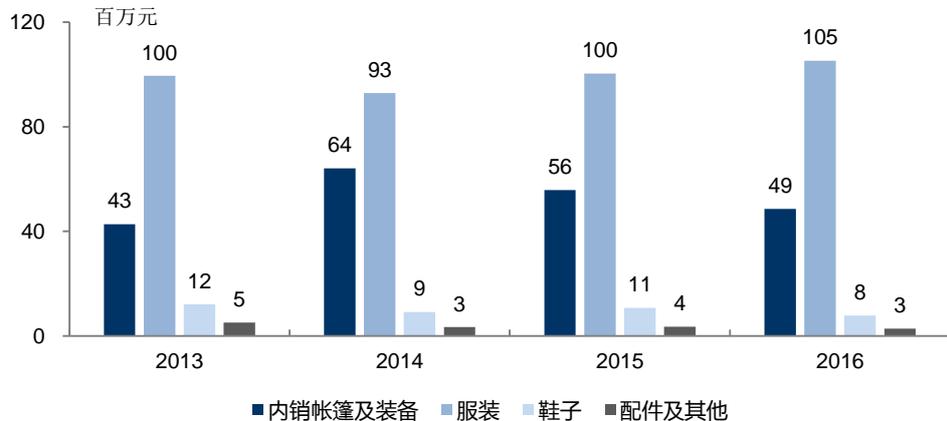
图 24: 公司自有品牌营收占比



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

服装类产品占自主品牌中营收比重最高, 构成公司自有品牌最大品类。服装类产品始终占据自有品牌业务中头把交椅, 2016 年服装类产品营收占总收入 25%, 毛利率为 39%; 帐篷及装备类产品紧随其后, 2016 年帐篷及装备类产品营收占总收入 11%, 毛利率为 42%。相对而言, 鞋类和配件等产品占比较小。未来公司将持续提升自有品牌影响力, 扩大国内市场, 并进军国际市场。

图 25: 公司自有品牌分产品营收情况



资料来源: 申万宏源研究

## 4. “全渠道+精准化”双管齐下, 释放终端销售潜能

### 4.1 四轮驱动, 渠道全覆盖消费者, 增强销售弹性

公司已经形成“加盟店+直营店+专业户外店+网上销售”为核心的渠道模式优势。截止 2016 年底, 公司已建立遍布全国 28 个省、自治区和直辖市的营销网络, 拥有门店 928 家。由于不同地区的经济发展水平和商业业态存在差异, 因此, 公司综合各类实体销售渠道, 充分发挥各渠道特点与优势, 形成“加盟店+直营店+专业户外店+网上销售”为核心的渠道模式。

表 5: 公司店铺数量情况

	加盟店	直营店	专业户外店	合计
门店	315	18	595	928

资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

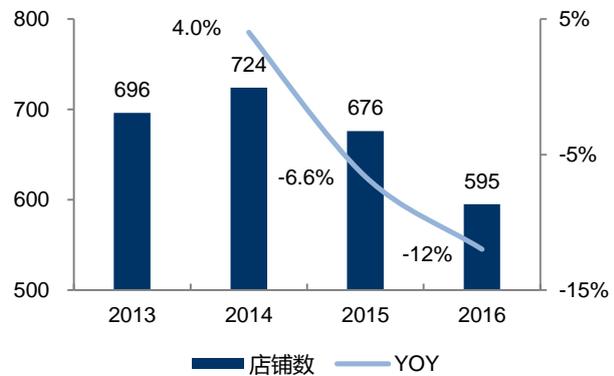
加盟店和专业户外店是公司传统的销售渠道, 分布范围较广。1) 加盟店是公司重要组成部分之一, 16 年店铺数量有所回升。截至 2016 年底, 公司共有合作的经销商逾 100 家; 公司经销商加盟店店铺新增 42 家, 店铺数量共 315 家。2) 不同于品牌专卖店铺, 专业户外店可同时经营多个品牌的产品。“牧高笛 (Mobi Garden)” 品牌开创初期, 拓展专业户外店渠道有助于公司快速发展自主品牌业务, 提升品牌知名度与专业度。随着自有品牌不断成熟, 专业户外店数量逐年降低, 截止至 2016 年底, 专业户外店店铺数量为 595 家。

图 26: 公司加盟店店铺情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 27: 公司专业户外店店铺情况



资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

图 28: 公司加盟店门店



资料来源: 网页图片, 申万宏源研究

图 29: 公司专业户外店门店

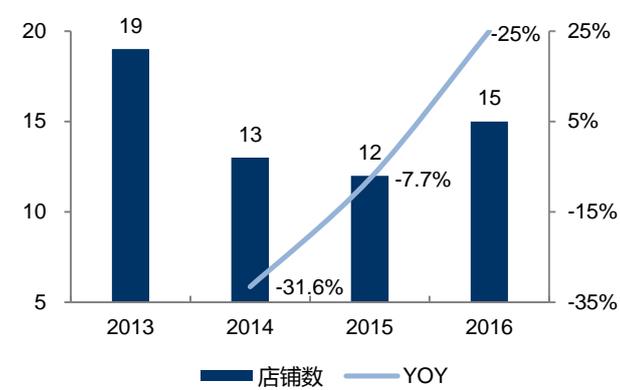


资料来源: 网页图片, 申万宏源研究

直营店保持精品化, 尝试“一站式”户外体验店。1) 为避免自主业务扩张带来的风险, 公司直营店始终保持精品化, 规模相对较小。截止至 2016 年底, 公司直营店铺共有 15 家, 数量略有上升。2) 公司于 2014 年起建设“一站式”户外体验店, 借此提升知名度。“一站式”户外体验店作为国外户外用品行业一种成熟的自营零售模式, 通过专业的店铺装修、

丰富的产品陈列和优质的销售服务，给顾客良好的购物体验，树立公司良好的品牌形象，将有效促进品牌知名度和销售业绩的提高。

图 30：公司直营店店铺数



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 31：公司直营店门店



资料来源：网页图片，申万宏源研究

图 32：公司“一站式”户外体验店”



资料来源：网页图片，申万宏源研究

**转战网络平台，开拓销售新渠道。**公司已经在国内几大主要电子商务平台开设网络直营店，合作平台包括“天猫”、“京东”、“当当网”等，主要销售“牧高笛（Mobi Garden）”品牌产品。公司的电子商务渠道具有直接面对终端消费者，信息反馈速度快，便于收集和管理客户信息，客户范围广且不受时差、区域限制等优势，因此开通电子商务平台、发展网络营销将成为公司未来的主要的销售渠道之一。

表 6：公司电商平台营收情况

平台	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
天猫旗舰店	1813	86.5	2162	81.4	1800	64.5
京东旗舰店	183	8.7	280	10.5	750	26.9
其他	100	4.8	216	8.1	238	8.6
电商渠道合计	2096		2658		2788	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

图 33：公司京东旗舰店



资料来源：网页图片，申万宏源研究

图 34：公司天猫旗舰店



资料来源：网页图片，申万宏源研究

## 4.2 定位轰炸，精准化营销客群，成为购买首选

首推影视明星代言推广，粉丝经济化零为整。公司于 2011 年签约影视明星何润东作为品牌形象代言人，何润东健康阳光的形象以及热心公益和环保与公司品牌定位十分吻合，这也是国内户外品牌聘请影视明星进行品牌推广的首例。之后，公司签约李纯为品牌形象代言人，同样影响力十足。公司利用明星效应，将粉丝流量化零为整，成为产品销量的有力保障。

图 35：何润东代言牧高笛品牌



资料来源：网页图片，申万宏源研究

图 36：李纯微博宣传牧高笛品牌



资料来源：微博，申万宏源研究

涉足体育赛事，打响品牌知名度。公司冠名赞助中国国内最强的户外队——中国地质大学北京户外队，代表牧高笛参加国内 A 类等户外赛事；2013 年，公司还赞助了转山、库布齐沙漠等专业户外团队的户外探险，向世人展示出中国户外运动的独特魅力的同时，传播“牧高笛”品牌理念，提升品牌知名度与影响力。

图 37: 中国地质大学北京户外队活动



资料来源: 网页图片, 申万宏源研究

“行·无界”用脚步丈量世界, 展现品牌核心价值。“行·无界”是牧高笛品牌创建十周年推出的品牌活动主题, 以世界旅行为主线, 包含户外探险和徒步等户外方式, 2012年起每年在全球选取一至二个区域, 邀请户外爱好者进行户外探险, 至今已有尼泊尔站、非洲站、新西兰站、澳大利亚站, 未来将继续踏遍全球各个角落, 将“牧高笛”品牌带向全球。

图 38: “行·无界”尼泊尔站



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 39: “行·无界”非洲站



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 40: “行·无界”新西兰站



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

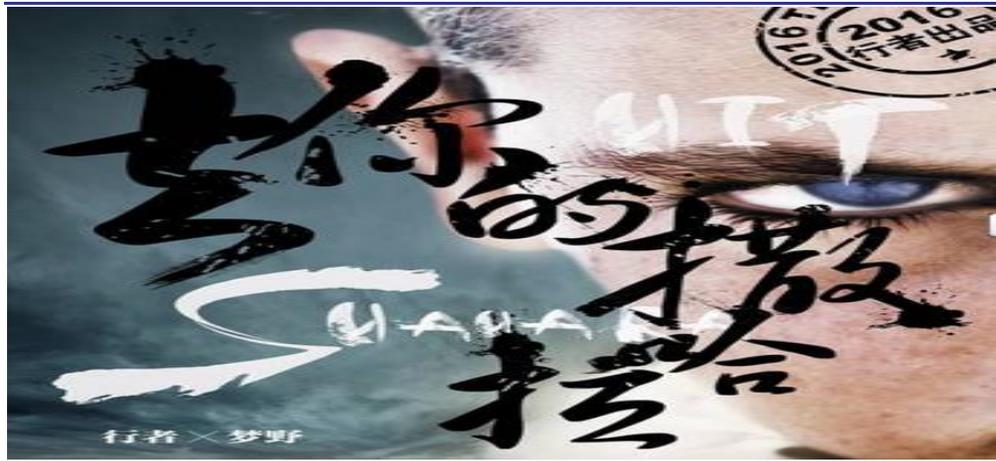
图 41: “行·无界”澳大利亚站



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

大手笔冠名，提升品牌知名度。公司在 2015 年冠名纪录片《行者-去你的撒哈拉》，现在已经陆续播出，《去你的撒哈拉》是《去你的部落》系列纪录片的第六部作品，深受众多旅游爱好者好评，电视以及网络的宣传提升了“牧高笛”品牌公众知晓度，扩大其影响力。

图 42:《行者-去你的撒哈拉》宣传海报



资料来源：网页图片，申万宏源研究

## 5. 募投项目分析

本次拟发行股票的数量不超过 1699 万股，募集资金净额 2.3 亿元，募集资金将用于营销渠道建设、管理平台建设以及仓储中心建设，同时补充流动资金及主营业务相关的营运资金。

表 7: 募投项目概览

项目	投资金额 (百万元)	占比	建设期 (年)	对应公司的发展目标
“一站式”营销渠道建设项目	145	64%	3	1) 拓展公司营销网络，提升公司零售终端在区域内的覆盖广度和深度；2) 增强公司品牌的知名度和影响力，提升公司整体竞争力。
020 管理系统及信息化建设项目	19	8%	2	帮助企业进行经营决策和管理。
牧高笛仓储中心及产品展示厅项目	32	14%	2	1) 支持公司营销渠道建设和扩展；2) 充分展示公司产品的形象与功能。
补充流动资金项目	33	14%		满足公司业务持续增长对流动资金的需求，改善公司财务状况。
合计	228	100%		

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 项目一：“一站式”营销渠道建设项目

拟在 13 个城市建设 16 家“一站式”户外体验店，其中浙江省 6 家，江苏省 5 家，上海市、北京市、湖北省、四川省、安徽省各 1 家。

### 项目二：O2O 管理系统及信息化建设项目

拟建设前端营销业务系统和后端业务管理系统，最终形成统一集成、灵活、高效、协同、具有多维分析能力的综合信息管理系统平台。

### 项目三：牧高笛仓储中心及产品展示厅项目

拟建设负责储存、调配公司的原材料、配件、辅料、半成品及产成品的建仓储中心，并在内设置展示厅。

除了以上三个项目外，公司拟将募集资金中的 3278 万元用于补充流动资金等其他与主营业务相关的运营资金。

## 6. 风险分析

### 6.1 市场竞争风险

随着国内户外用品市场的快速发展，国外户外用品生产、销售企业加大了对中国市场的开发与投入，同时国内户外用品生产企业在发展过程中，利用自身优势积极开拓国际市场，使公司在国内外面临较为激烈的市场竞争，如果公司不能做出适时的经营调整，可能出现盈利能力下滑、市场占有率下降的风险。

### 6.2 消费时尚变化风险

户外产品兼具功能性和时尚性，公司需要及时跟踪行业的时尚变化，预测、评估和响应消费者的心理需求，并体现在新产品开发中。公司多年来从事户外用品的自主设计、研发、生产和销售，能较为准确地把握最新的时尚趋势。但随着近年来时尚变化速度的加快以及行业竞争的加剧，如公司不能及时设计开发出符合消费者需求的产品，将可能导致消费者对品牌认可度的降低，从而对公司的产品销售和经营业绩带来不利影响。

### 6.3 主要销售国的政治经济形势变化、贸易政策变化风险

公司境外客户分布在六大洲的 20 个国家及地区，其中部分国家及地区存在政治、经济动荡或一定程度的外汇管制，若这些国家及地区政治或经济动荡进一步加剧，或外汇管理等金融政策进一步发生不利变化，亦或与公司产品相关的产业政策、贸易政策发生不利变化，将影响公司产品的出口，从而给公司经营业绩带来较大影响。

## 6.4 经销商销售模式风险

通过经销商销售是公司自主品牌业务的重要销售模式。经销商模式有助于公司在全国范围内的快速扩张，但会导致公司产品的最终销售依赖于各区域经销商所发展的销售网络。如果经销商不能有效维护和发展其所在区域的销售网络，将会影响公司产品在该区域的销售。同时，公司在对经销商渠道进行调整优化时，如不能及时开发新的优质经销商，或新引进的经销商盈利能力不能及时体现，将会对公司的经营业绩产生一定的风险。

## 6.5 主要原材料供应和价格波动的风险

截至目前，公司自主生产的帐篷产品的主要原材料为涤纶等，作为石油的下游衍生品，公司生产成本与油价之间存在一定的相关性，若未来与石油相关的化工材料价格随油价上涨，将会增加公司产品的生产成本；如果公司不能通过调整产品结构、上调产品售价和加强成本控制来降低原材料价格上涨的影响，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

## 6.6 存货余额较大导致的风险

截至 2014 年 12 月 31 日、2015 年 12 月 31 日和 2016 年 12 月 31 日，公司存货账面值为 1.8 亿元、1.6 亿元和 2 亿元，占当期总资产的比重为 52.55%、51.30%和 56.21%，占比较高。公司外销存货规模主要受 OEM/ODM 业务订单情况、公司产能利用情况、境外生产基地运输物流及生产周期等因素影响，而内销存货规模主要受自主品牌业务订货情况以及公司促销活动等因素的影响。随着未来公司业务规模的持续扩大，存货的规模很可能随之扩大，如果宏观经济环境、客户经营状况等因素发生重大变化，公司存货可能发生滞销情况，存货跌价的风险也可能相应增加，将对公司资产质量、财务状况和经营现金流产生不利影响。

## 7. 盈利预测

公司本次发行 1699 万股，募集资金净额为 2.3 亿元，发行费用合计 4507 万元，发行价格为 16.37 元/股，对应发行市盈率为 22.99 倍。

我们预计公司 2017-2019 年实现收入分别为 4.5/4.8/5.2 亿元，分别增长 3%/7%/9%；归母净利润分别为 0.58/0.64/0.72 亿元，分别增长 22%/11%/12%。完全摊薄后 EPS 分别为 1.16/1.28/1.43 元。

公司是国内户外产业龙头，自有品牌徒步+露营产品优异，“加盟店+直营店+专业户外店+网上销售”渠道四轮驱动全面覆盖消费群体，“全民健身”政策东风带来新机遇，未来看好公司“直营+电商”渠道突破和品牌力提升，未来公司在渠道拓展、品牌推广、产品研发、供应链管理上方面将继续发力，电子商务版块发展也较为出色，对比户外领域同行业

公司和 OEM/ODM+自主品牌模式 A 股可比公司状况，我们给予公司 2017 年合理估值 60-70 倍，对应公司合理价格区间为 70-81 元。

表 8：行业内可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)		EPS (元)			PE		
		2017. 03. 06	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
300005. SZ	探路者	86	0. 35	0. 46	0. 60	43	32	25	
002780. SZ	三夫户外	47	0. 53	0. 60	0. 71	132	116	98	
002832. SZ	比音勒芬	61	1. 24	1. 37	1. 58	46	42	36	
300577. SZ	开润股份	53	1. 20	1. 70	2. 47	66	46	32	
	平均值	62	0. 83	1. 03	1. 34	72	59	48	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：公司收入拆分表

单位：百万元

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
OEM/ODM 业务	营业收入合计	262	284	265	270	281	298
	YOY	10%	8%	-7%	2%	4%	6%
	毛利率	27%	29%	31%	31%	32%	32%
自主品牌业务	内销帐篷及装备	64	56	49	48	50	54
	YOY	50%	-13%	-13%	-2%	5%	7%
	毛利率	40%	44%	42%	42%	43%	43%
	服装	93	100	105	116	133	156
	YOY	-7%	8%	5%	10%	15%	17%
	毛利率	37%	38%	39%	39%	38%	38%
	鞋子	9	11	8	7	8	8
	YOY	-24%	16%	-27%	-5%	5%	8%
	毛利率	37%	39%	39%	39%	39%	39%
	配件及其他	3	4	3	3	3	3
	YOY	-33%	6%	-22%	-5%	3%	6%
	毛利率	33%	36%	35%	34%	35%	35%
营业收入合计		170	170	165	174	194	221
YOY		6%	0%	-3%	5%	12%	14%
毛利率		38%	40%	40%	40%	39%	39%
总收入		432	455	431	445	476	520
YOY		9%	5%	-5%	3%	7%	9%
综合毛利率		31%	33%	34%	34%	35%	35%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10: 盈利预测表

单位: 百万元, 元

利润表						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	432	455	431	445	476	520
二、营业总成本	383	385	365	371	394	428
其中: 营业成本	298	304	282	292	309	338
营业税金及附加	1	3	3	4	4	4
销售费用	38	35	39	38	40	43
管理费用	39	37	36	37	40	44
财务费用	2	(2)	(5)	0	0	0
资产减值损失	5	8	9	0	0	0
加: 公允价值变动收益	(3)	(2)	(3)	0	0	0
投资收益	1	4	(3)	0	0	0
三、营业利润	47	72	60	74	82	92
加: 营业外收入	4	3	3	0	0	0
减: 营业外支出	2	2	1	0	0	0
四、利润总额	49	73	62	74	82	92
减: 所得税	14	19	14	16	18	20
五、净利润	35	54	47	58	64	72
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	35	54	35	58	64	72
六、基本每股收益	0.70	1.08	0.95	1.16	1.28	1.43
全面摊薄每股收益	0.70	1.08	0.95	1.16	1.28	1.43

资料来源: 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。