

2023 年 4 月 27 日

上半年面临内销高基数叠加价格战影响

牧高笛 (603908)

评级:	买入	股票代码:	603908
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	112.94/49.84
目标价格:		总市值(亿)	38.04
最新收盘价:	57.04	自由流通市值(亿)	38.04
		自由流通股数(百万)	66.69

事件概述

公司 2022 年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 14.36/1.41/1.39/0.01 亿元、同比增长 55.52%/78.88%/125.60%/-，经营性现金流低于净利主要由于存货增加。22Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 2.78/0.10/0.07 亿元、同比增长 40%/44%/19%，尽管 Q3 存在较多一次性费用，但 Q4 由于内销受双十一促销影响净利率改善仍不明显。23Q1 收入/净利/扣非净利分别为 3.43/0.29/0.26 亿元，同比增长 4.81%/-21.47%/-18.70%，价格战下净利率进一步承压。

公司公布 23 年财务预算公告，23 年收入和净利预算为 15.5/1.45 亿元，同比增长 9.01%/3.11%。其中，自主品牌业务收入预算为 9.45 亿元，同比增长 33.95%；OEM/ODM 业务收入预算为 6.05 亿元，同比增长-15.55%。

分析判断:

内销 23 年上半年面临收入高基数叠加价格战对利润率的影响。2022 年内销收入为 7.51 亿元，同比增长 125%，其中大牧（线上+团购）/小牧（直营+加盟）收入分别为 6.77/0.74 亿元、同比增长 208%/-14%。大牧线上/团购收入分别为 3.19/3.58 亿元、同比增长 193%/223%；小牧直营/加盟收入分别为 0.21/0.52 亿元、同比下降 24%/20%（直营店数/店效分别下降 17%/-9%至 25 家/84 万元，加盟店数/店效分别增长-5%/16%至 186 家/34 万元）。22Q4 内销为 2.28 亿元，同比增长 127%，其中大牧收入 2.1 亿元、同比增长 169%，线上/团购收入为 1/1.1 亿元、同比增长 163%/175%。虽然 Q4 大牧仍维持翻倍以上增速，但我们估计在双十一打折促销下，内销净利率较 Q3 进一步恶化。22Q4 公司整体净利率为 3.72%、同比微增 0.12PCT。23Q1 大牧电商/团购增长 90%/78%，但毛利率分别下降 5.1/4.8PCT 至 36.11%/25.78%。

外销自 22 年下半年开始承压。2022 年外销收入为 7.16 亿元，同比增长 14%；22Q3/Q4/23Q1 外销收入为 1.14/0.84/1.89 亿元，同比增长 10%/-13%/-20%。22 年外销毛利率为 23.69%，同比增长 3.25PCT。我们估计，外销净利率为 10%。

内销价格战下盈利能力承压，23Q1 销售费用率增长。我们分析，今年原始人、探险者等线上白牌发起的价格战对行业冲击较大，影响公司盈利能力。23Q1 毛利率为 26.50%、同比增长 1.01PCT。23Q1 净利率为 8.42%、同比下降 2.81PCT。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.3%/5.8%/1.7%/1.5%、同比增长 3.3/1.2/-0.4/-0.1PCT。

存货高企。公司 22 年/23Q1 末存货为 6.96/6.64 亿元、同比增长 31%/22%，其中 22 年末存货中库存商品为 4.09 亿元。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，Q2 内销即将面临高基数，且价格战下盈利能力承压，但公司同时也在推出入门级产品应对；（2）尽管疫情放开对消费者露营需求有部分分流，但露营渗透率仍低、疫情期间培养的露营消费习惯仍然适合短途周末游、周边游，我们预计 23 年大牧增长有望在 50%以上；（3）外销上半年仍受欧洲需求放缓及去库存影响，但下半年美国有望在低基数上维持较快增长、跨境电商业务有望贡献增量。考虑外销放缓超预期、内销盈利能力承压，调整 23-24 年收入预测 14.78/19.16 亿元至 16.25/20.18 亿元、新增 25 年收入预测 24.91 亿元，对应调整归母净利 2.05/2.93 亿元至 1.50/2.02 亿元、新增 25 年归母净利预测 2.54 亿元，对应调

整 EPS3.07/4.39 元至 2.24/3.03 元、新增 25 年 EPS 预测为 3.81 元，2023 年 4 月 26 日收盘价 57.04 元对应 23-25 年 PE 分别为 25/19/15X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情的不确定性，露营渗透率提升低于预期，露营地供给不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	923	1,436	1,625	2,018	2,491
YoY (%)	43.6%	55.5%	13.2%	24.2%	23.4%
归母净利润(百万元)	79	141	150	202	254
YoY (%)	71.0%	78.9%	6.3%	35.3%	25.5%
毛利率 (%)	24.8%	28.3%	26.4%	29.6%	30.0%
每股收益 (元)	1.18	2.11	2.24	3.03	3.81
ROE	16.8%	26.3%	21.9%	22.8%	22.3%
市盈率	48.34	27.03	25.44	18.80	14.98

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,436	1,625	2,018	2,491	净利润	141	150	202	254
YoY (%)	55.5%	13.2%	24.2%	23.4%	折旧和摊销	22	10	11	12
营业成本	1,029	1,196	1,421	1,745	营运资金变动	-181	287	63	57
营业税金及附加	3	5	8	10	经营活动现金流	1	456	273	311
销售费用	99	98	161	199	资本开支	-50	-8	-9	-10
管理费用	86	98	145	189	投资	35	0	0	-183
财务费用	0	14	0	-7	投资活动现金流	-23	7	9	-171
资产减值损失	-9	-10	-11	-12	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-1	16	18	23	债务募资	63	-218	-169	0
营业利润	174	188	246	309	筹资活动现金流	-33	-235	-174	0
营业外收支	1	1	1	1	现金净流量	-55	229	108	141
利润总额	176	189	247	310	主要财务指标				
所得税	35	39	44	56	成长能力 (%)				
净利润	141	150	202	254	营业收入增长率	55.5%	13.2%	24.2%	23.4%
归属于母公司净利润	141	150	202	254	净利润增长率	78.9%	6.3%	35.3%	25.5%
YoY (%)	78.9%	6.3%	35.3%	25.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.11	2.24	3.03	3.81	毛利率	28.3%	26.4%	29.6%	30.0%
资产负债表（百万元）					净利率率	9.8%	9.2%	10.0%	10.2%
货币资金	132	361	469	609	总资产收益率 ROA	10.5%	9.4%	11.6%	11.6%
预付款项	24	30	36	44	净资产收益率 ROE	26.3%	21.9%	22.8%	22.3%
存货	696	646	651	705	偿债能力 (%)				
其他流动资产	319	380	423	658	流动比率	1.52	1.63	1.91	2.00
流动资产合计	1,172	1,416	1,578	2,016	速动比率	0.58	0.85	1.08	1.26
长期股权投资	10	10	10	10	现金比率	0.17	0.42	0.57	0.60
固定资产	41	39	37	36	资产负债率	60.2%	56.9%	49.3%	47.8%
无形资产	10	10	10	10	经营效率 (%)				
非流动资产合计	169	169	169	168	总资产周转率	1.07	1.02	1.16	1.14
资产合计	1,341	1,585	1,747	2,184	每股指标 (元)				
短期借款	387	169	0	0	每股收益	2.11	2.24	3.03	3.81
应付账款及票据	297	557	662	813	每股净资产	8.01	10.25	13.28	17.09
其他流动负债	88	141	164	196	每股经营现金流	0.02	6.84	4.09	4.67
流动负债合计	772	867	826	1,009	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	35	35	35	35	PE	27.03	25.44	18.80	14.98
非流动负债合计	35	35	35	35	PB	7.60	5.57	4.29	3.34
负债合计	807	902	861	1,044					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	534	684	886	1,140					
负债和股东权益合计	1,341	1,585	1,747	2,184					

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，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得2011-2015年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。