

牧高笛(603908)

报告日期: 2023年08月13日

员工持股计划出台, 激发大牧团队活力

——牧高笛点评报告

投资要点

□ 推出员工持股计划草案, 主要面向大牧核心骨干

公司发布 2023 年员工持股计划(草案): 参加对象为公司部分监事、高管及露营装备品牌核心骨干员工, 人数不超过 22 人; 拟受让公司回购的股票不超过 24.38 万股(占总股本 0.37%), 认购价格为 22.06/股(公告前 20 个交易日平均股价的 50%), 认购总额不超过 537.8 万元。

该计划对公司层面的业绩考核为: 23-25 年露营装备品牌(简称“大牧”)收入相比 22 年增长不低于 30%/60%/90%, 或净利率不低于 8%/9%/9%。达标后可分别解锁 30%/30%/40% 的标的股票, 参考最新收盘价, 预计 23-26 年分别摊销 70/245/119/48 万元。

□ 预计大牧增速有所放缓, 但持续成长性仍在

21-22 年公司自主品牌业务收入 3.06/7.05 亿元, 同比增长 90%/131%, 其中“大牧”占比约 90%(22 年), 为增长核心驱动; 23 年以来, 在高基数、行业竞争加剧、长途游分流等挑战下, 我们预计“大牧”增速将有所放缓, 23 年增长 30% 的考核指标具有激励性。

中长期来看, 国内露营仍处发展初期, 参与率、人均消费、集中度均有较大提升空间, “大牧”仍在成长早期。按业绩考核指标的下限计算, 23-25 年“大牧”收入增速需达到 30%/23%/19%, 我们认为具备可达性。

□ 利润率短期存在上行压力, 中长期具备提升空间

21-22 年公司自主品牌业务净利率为 5.3%/8.0%, 22 年提升较多主要系收入快速增长摊薄费用。但与此同时, 行业爆发式增长吸引众多新进入者, 公司为抢占潜在用户, 我们预计今年将增加入门产品、持续加大营销投入, 预计短期内净利率存在上行压力。

中长期来看, 我们认为行业低端品牌及产能将面临出清、龙头集中度有望提升, 在规模效应下, 预计“大牧”净利率仍有提升空间, 24-25 年 9% 的考核目标具有合理性。

□ 盈利预测及投资建议:

国内露营赛道及大牧品牌均处于成长早期, 团队稳定性及积极性对业务发展具有战略意义。本次业绩考核指标的设定充分考虑了短期面临的压力及长期趋势, 兼顾激励性及可达性。预计 23-25 年公司收入 15.5/19.4/23.4 亿元, 同比增长 8%/25%/21%, 归母净利润 1.43/2.05/2.54 亿元, 同比增长 2%/44%/24%, 对应 PE 20/14/11X, 考虑到公司所处赛道的高速成长性, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 海外品牌客户去库存不及预期; 国内露营热度下降; 行业竞争进一步加剧

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1436	1550	1938	2336
(+/-) (%)	55.5%	7.9%	25.0%	20.5%
归母净利润	141	143	205	254
(+/-) (%)	78.9%	1.6%	43.7%	23.7%
每股收益(元)	2.11	2.14	3.08	3.81
P/E	19.8	19.5	13.6	11.0

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

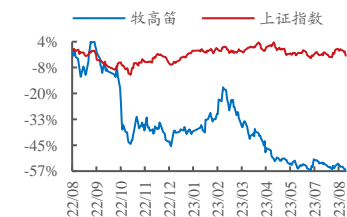
分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 邹国强
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 41.85
总市值(百万元)	2,790.98
总股本(百万股)	66.69

股票走势图



相关报告

- 《户外品牌开年销售靓丽, 看好旺季后表现》2023.02.28
- 《大促导致 Q4 净利率承压, 内销收入高增趋势延续》2023.01.18
- 《内销业务持续高增, 费用增厚导致净利波动——牧高笛点评报告》2022.10.31

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,172	1,497	1,669	2,093
现金	132	358	413	711
交易性金融资产	200	240	228	223
应收账款	106	125	169	179
其它应收款	5	4	4	5
预付账款	24	38	36	35
存货	696	716	804	927
其他	9	16	15	13
非流动资产	169	71	71	71
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	41	38	36	33
无形资产	10	10	10	10
在建工程	45	0	0	0
其他	63	13	15	18
资产总计	1,341	1,568	1,740	2,164
流动负债	772	878	860	1,051
短期借款	387	355	371	363
应付款项	164	400	354	541
预收账款	0	0	0	0
其他	221	123	135	147
非流动负债	35	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他	35	5	5	5
负债合计	807	883	865	1,055
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	534	685	875	1,109
负债和股东权益	1,341	1,568	1,740	2,164

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1	81	96	146
净利润	141	143	205	254
折旧摊销	8	7	7	7
财务费用	2	22	25	29
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(181)	(79)	(129)	(132)
其它	30	(11)	(12)	(13)
投资活动现金流	(23)	151	(25)	173
资本支出	51	(42)	3	3
长期投资	0	0	0	0
其他	(74)	194	(28)	170
筹资活动现金流	(33)	(7)	(16)	(20)
短期借款	387	355	371	363
长期借款	0	0	0	0
其他	(420)	(362)	(387)	(383)
现金净增加额	(55)	226	55	298

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,436	1,550	1,938	2,336
营业成本	1,029	1,116	1,368	1,645
营业税金及附加	3	5	5	6
营业费用	99	116	136	159
管理费用	86	91	115	137
研发费用	36	39	48	58
财务费用	0	22	25	29
资产减值损失	(9)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	(7)	1	1	(1)
投资净收益	(1)	0	0	0
其他经营收益	9	6	5	6
营业利润	174	178	256	316
营业外收支	1	1	0	1
利润总额	176	179	257	317
所得税	35	36	51	63
净利润	141	143	205	254
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	143	205	254
EBITDA	812	871	1,070	1,292
EPS (最新摊薄)	2.11	2.14	3.08	3.81

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	55.52%	7.94%	25.03%	20.53%
营业利润	86.89%	1.97%	43.99%	23.62%
归属母公司净利润	78.88%	1.59%	43.67%	23.65%
获利能力				
毛利率	28.33%	28.02%	29.40%	29.57%
净利率	9.79%	9.22%	10.59%	10.87%
ROE	28.05%	23.43%	26.31%	25.59%
ROIC	69.96%	66.47%	68.26%	69.83%
偿债能力				
资产负债率	60.18%	56.30%	49.72%	48.77%
净负债比率	151.13%	128.83%	98.89%	95.18%
流动比率	1.52	1.71	1.94	1.99
速动比率	0.58	0.85	0.96	1.08
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.07	1.17	1.20
应收账款周转率	14.99	13.43	13.21	13.43
应付账款周转率	3.44	2.86	2.93	3.00
每股指标(元)				
每股收益	2.11	2.14	3.08	3.81
每股经营现金	0.00	0.12	0.11	0.13
每股净资产	8.01	10.28	13.12	16.63
估值比率				
P/E	19.85	19.54	13.60	11.00
P/B	5.23	4.07	3.19	2.52
EV/EBITDA	3.75	3.20	2.57	1.89

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>