

业绩超预期来自贬值贡献，外销利润率提升

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:	106.83/38.62
目标价格:		总市值(亿)	27.50
最新收盘价:	41.24	自由流通市值(亿)	10.88
		自由流通股数(百万)	26.38

事件概述

23H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 8.60/0.97/0.95/2.07 亿元，同比下降 0.8%/14.3%/13.7%/-322.1%；23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.17/0.68/0.70 亿元，同比下降 4.3%/10.8%/11.7%，22Q2 是去年疫后露营需求最为受益、公司业绩基数最高的单季，而 23Q2 在高基数下实现利润降幅收窄、业绩超我们预期，我们分析主要受益于贬值贡献及客户结构变化、导致外销利润率超我们预期。经营性现金流净额同比大幅增长主要由于存货下降。

分析判断:

内销 Q2 高基数下实现增长已属不易、线下好于线上，但价格战下利润率仍未改善。(1) 23Q2 内销为 2.72 亿元，同比增长 7.51%，其中大牧收入 2.57 亿元、同比增长 6.9%，线上/团购收入为 1.23/1.34 亿元、同比增长 4.6%/9.0%。小牧收入 0.15 亿元、同比增长 19.8%，直营/加盟收入分别为 0.05/0.10 亿元、同比增长-8.3%/41.2%。我们估计，Q2 内销净利率为 6%，相较 Q1 变化不大，价格战下盈利仍承压。(2) 2023H1 年内销收入为 4.28 亿元，同比增长 23.59%，其中大牧（线上+团购）/小牧（直营+加盟）收入分别为 3.93/0.33 亿元、同比增长 7%/25%。大牧线上/团购收入分别为 1.79/2.13 亿元、同比增长 22%/27%；小牧直营/加盟收入分别为 0.10/0.23 亿元、同比增长-17%/22%（直营店数/半年店效分别同比下降 15%/2%至 22 家/44 万元，加盟店数/半年店效分别增长-2%/25%至 182 家/13 万元）。

外销市场去库存下承压，降幅环比收窄。2023H1 年外销收入为 4.32 亿元，同比下降 16.54%；23Q2 外销收入为 2.43 亿元、同比下降 14.04%，降幅较 Q1 环比改善。但受益于贬值贡献，我们估计 Q2 外销净利率为 20%，同、环比均提升 9PCT，上半年外销净利率为 16%。

外销业务毛利率上升，销售费用大幅提升，净利率承压主要来自内销。(1) 23H1 公司毛利率为 28.39%、同比提升 1.12PCT；从内销市场看，小牧直营/小牧加盟/大牧线上/大牧线下毛利率分别为 55.82%/30.85%/34.86%/24.98%、同比下降-3.84/2/4.58/7.13PCT，线上/线下毛利率分别为 34.95%/26.76%、同比下降 4.47/6.61PCT；从外销市场看，外销毛利率为 26.57%、同比提升 5.07PCT，我们判断主要来自贬值贡献及客户结构变化、即高毛利客户 Q2 发货占比提升。23H1 公司归母净利率为 11.28%、同比下降 1.77PCT，归母净利率增幅低于毛利率主要由于：1) 销售/管理/研发/财务费用率提升 3.23/0.40/-0.29/0.17PCT，销售费用率大幅提升主要由于自主品牌投入的电商、品牌推广费用增加，增加咨询费及人工成本推升管理费用增长；2) 所得税率下降 0.56PCT，主要受递延所得税大幅减少；3) 公允价值变动净收益占比提升 0.20PCT，其中衍生品价值变动收益同比增加 0.11 亿元；4) 减值损失占比下降 0.19PCT；5) 营业外净收益占比下降 0.17PCT；6) 其他收益、投资净收益及资产处置收益合计占比下降 0.09PCT；7) 税金占比提升 0.08PCT。(2) 23Q2 公司毛利率为 29.65%、同比提升 1.30PCT，归母净利率为 13.18%、同比下降 0.97PCT，净利率增幅低于毛利率主要由于销售费用大幅提升。23Q2 净利率环比提升 4.77PCT，我们分析其中毛利率环比提升 3.15PCT，推算大牧/外销毛利率环比提升-0.84/6.72PCT，我们判断外销毛利率提升主要由于人民币贬值贡献，此外公允价值变动净收益占比提升 1.75PCT。

存货同比微降，产成品占比提升。2023H1 公司存货为 5.30 亿元、同比减少 0.96%，其中原材料/在产品/产成品占比为 7%/21%/71%、同比提升-10/3/7PCT。存货周转天数为 179 天、同比增加 27 天；应收账款为 1.89 亿

元、同比下降 26.96%，应收账款周转天数为 31 天、同比下降 5 天；应付账款为 2.10 亿元、同比下降 13.88%，应付账款周转天数为 55 天、同比下降 7 天。

投资建议

我们分析，尽管上半年净利率超出我们预期，但考虑：(1) 内销净利率仍承压，虽然最坏时候已过，但考虑双十一等大促影响，预计下半年仅为小幅提升；(2) 虽然贬值有贡献，但外销收入端依旧承压。维持此前盈利预测，23-25 年收入预测 16.25/20.18/24.91 亿元，归母净利 1.50/2.02/2.54 亿元，EPS2.24/3.03/3.81 元，2023 年 8 月 29 日收盘价 41.24 元对应 23-25 年 PE 分别为 18/14/11X，维持“买入”评级。

风险提示

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	34.95	19.55	18.40	13.59	10.83

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

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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
研发费用	36	39	50	65	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-9	-10	-11	-12	债务募资	63	-218	-169	0
投资收益	-1	16	18	23	筹资活动现金流	-33	-235	-174	0
营业利润	174	188	246	309	现金净流量	-55	229	108	141
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	176	189	247	310	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
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%
					净利率	9.8%	9.2%	10.0%	10.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	10.5%	9.4%	11.6%	11.6%
货币资金	132	361	469	609	净资产收益率 ROE	26.3%	21.9%	22.8%	22.3%
预付款项	24	30	36	44	偿债能力				
存货	696	646	651	705	流动比率	1.52	1.63	1.91	2.00
其他流动资产	319	380	423	658	速动比率	0.58	0.85	1.08	1.26
流动资产合计	1,172	1,416	1,578	2,016	现金比率	0.17	0.42	0.57	0.60
长期股权投资	10	10	10	10	资产负债率	60.2%	56.9%	49.3%	47.8%
固定资产	41	39	37	36	经营效率				
无形资产	10	10	10	10	总资产周转率	1.07	1.02	1.16	1.14
非流动资产合计	169	169	169	168	每股指标 (元)				
资产合计	1,341	1,585	1,747	2,184	每股收益	2.11	2.24	3.03	3.81
短期借款	387	169	0	0	每股净资产	8.01	10.25	13.28	17.09
应付账款及票据	297	557	662	813	每股经营现金流	0.02	6.84	4.09	4.67
其他流动负债	88	141	164	196	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	772	867	826	1,009	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.55	18.40	13.59	10.83
其他长期负债	35	35	35	35	PB	7.60	4.02	3.10	2.41
非流动负债合计	35	35	35	35					
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：唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，12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，2021/2020 年 Wind “金牌分析师” 纺织服装研究领域第 1/2 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。