

牧高笛 (603908)

2023 年中报点评: 高基数下品牌增速放缓, 代工业务仍承压、但汇率贬值促毛利率提升

2023 年 08 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,436	1,537	1,887	2,277
同比	56%	7%	23%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	141	152	200	247
同比	79%	8%	31%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.11	2.28	3.00	3.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.56	18.07	13.76	11.13

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- 公司公布 2023 年中报: 23H1 营收 8.60 亿元/yoy-0.84%、归母净利润 0.97 亿元/yoy-14.28%。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别同比+4.81%/-5.12%、归母净利润分别同比-21.47%/-10.81%, Q2 收入增速转负主要系高基数下国内品牌业务增速放缓、叠加外销代工承压所致, 受益于汇率波动、代工毛利率提升促归母净利降幅缩窄。
- Q2 高基数下大牧增速放缓, 外销代工降幅缩窄。1) 大牧: 23H1 收入 3.93 亿元/yoy+25.11%/占比 46%, 其中电商/线下渠道收入分别为 1.79/2.13 亿元、分别同比+22%/+27%。分季度看 23Q1/Q2 大牧收入分别同比+82%/+7%, 4 月以来在去年同期露营高基数下增速放缓、但仍保持正增长。2) 小牧: 23H1 收入 3325 万元/yoy+7.13%/占比 3.9%, 其中直营/加盟收入分别为 978/2347 万元、分别同比-17%/+22%, 截至 23H1 末小牧门店共 204 家(直营 22+加盟 182 家), 同比净关 9 家(直营/加盟分别-5/-4 家, yoy 分别-19%/-2%), 收入增长主要系线下场景修复后单店店效提升贡献。分季度看 23Q1/Q2 收入分别同比-1.5%/+19.8%, 增速逐季回升。3) 外销: 23H1 外销收入 4.32 亿元/yoy-17%/占比 50%, 分季度看 23Q1/Q2 外销收入分别同比-20%/-14%, 受外需降温影响代工业务仍承压、但降幅环比收窄。
- 汇率贬值及业务结构变化促毛利率提升, 销售费用率上升拖累净利率。1) 毛利率: 23H1 同比+1.12pct 至 28.39%, 具体受到如下因素影响: ①外销代工受益于人民币贬值、毛利率同比提升+4.92pct; ②由于竞争加剧、入门露营产品占比提升, 品牌业务毛利率同比-5.72pct; ③高毛利品牌业务营收占比由 22H1 的 40%提升至 50%拉升整体毛利率。分季度看, Q1/Q2 毛利率分别同比+1.00/+1.30pct, 呈逐季改善。2) 期间费用率: 23H1 同比+3.51pct 至 13.73%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.2/+0.4/-0.3/+0.2pct 至 7.3%/5.1%/1.5%/-0.1%。分季度看 23Q1/Q2 期间费用率分别同比+3.74/+3.24pct, 其中销售费用率分别同比+3.4/+3.2pct, 主要因公司品牌业务线上营销投入及品牌推广所致。4) 归母净利率: 综合上述变化, 以及公允价值变动同比增长、资产减值损失同比减少, 归母净利率 23H1 同比-1.77pct 至 11.28%、Q2 同比-0.97pct 至 13.18%。4) 存货: 23H1 末存货 5.30 亿元/yoy-0.96%、库存规模持平略降, 存货周转天数同比+27 天至 179 天。5) 现金流: 23H1 经营活动现金流净额 2.07 亿元/yoy+322%、现金流表现较好; 23H1 末货币资金 1.84 亿元/yoy+13.34%。
- 盈利预测与投资评级: 公司为国内露营装备生产和品牌商, 20 年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长。23 年以来, 国内品牌业务在经历前期爆发式增长后增速逐季放缓, 但公司持续丰富产品矩阵, 布局汽车露营、水系露营等产品, 拓展露营场景, 仍维持正增长; 代工业务受外需降温影响、收入承压下滑但 Q2 降幅有所收窄、订单压力预计在年内仍延续, 但受益于人民币贬值盈利能力有所提升。长期看国内露营行业渗透率仍具较大提升空间, 公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势, 有望持续分享行业红利。23 年 8 月公司发布员工持股计划, 23/24/25 年度大牧营收同比增速分别不低于 30%/23%/19%、或大牧净利率分别不低于 8%/9%/9%, 锚定品牌业务长期快速发展。考虑到外销代工业务承压, 我们将 23-25 年归母净利润由 1.6/2.3/2.7 亿元下调至 1.5/2.0/2.5 亿元、对应 PE 为 18/14/11X, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 汇率波动, 外需疲软, 露营热度降温等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.24
一年最低/最高价	38.62/109.63
市净率(倍)	4.99
流通 A 股市值(百万元)	2,750.30
总市值(百万元)	2,750.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.27
资产负债率(% ,LF)	54.33
总股本(百万股)	66.69
流通 A 股(百万股)	66.69

相关研究

《牧高笛(603908): 2022 年报 & 2023 年一季报点评: 22 年业绩保持高增, 23Q1 品牌收入延续高增、代工业务承压》

2023-04-27

《牧高笛(603908): 2022 年三季报点评: Q3 营收延续高增, 净利受短期因素拖累小幅下滑》

2022-10-29

表1: 23H1 公司收入/门店/毛利率按业务划分情况

	23H1 收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收比重	门店数 (家)	门店同比净变动 (家)	门店环比净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
主营业务收入	859.49	-0.84%	99.94%	204	-9	-6	28.40%	+1.01pct
分业务								
OEM/OEM	431.97	-16.54%	50.23%	/	/	/	26.58%	+4.92pct
自主品牌	427.51	23.59%	49.71%	204	-9	-6	30.23%	-5.72pct
自主品牌分渠道								
线上销售	180.90	22.68%	21.04%	/	/	/	34.95%	-4.47pct
线下销售	246.61	24.26%	28.68%	204	-9	-6	26.76%	-6.61pct
自主品牌分品类								
大牧装备合计	392.85	25.11%	45.68%	1	0	0	29.49%	-6.04pct
电商	179.49	22.45%	20.87%	/	/	/	34.86%	-4.58pct
线下	213.36	27.43%	24.81%	1	0	0	24.98%	-7.13pct
小牧服装合计	33.25	7.13%	3.87%	204	-9	-6	38.20%	-1.94pct
直营	9.78	-17.31%	1.14%	22	-5	-2	55.82%	+3.84pct
加盟	23.47	22.18%	2.73%	182	-4	-4	30.85%	-2.00pct
其他	1.42	62.86%	0.16%	/	/	/	46.20%	+10.25pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

牧高笛三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,172	1,563	1,636	2,207	营业总收入	1,436	1,537	1,887	2,277
货币资金及交易性金融资产	332	519	335	696	营业成本(含金融类)	1,029	1,088	1,359	1,629
经营性应收款项	130	208	211	296	税金及附加	3	3	4	5
存货	696	815	1,072	1,190	销售费用	99	123	132	159
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	83	102	123
其他流动资产	14	21	17	25	研发费用	36	34	41	50
非流动资产	169	208	245	282	财务费用	0	15	11	15
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	9	6	8	9
固定资产及使用权资产	81	120	157	194	投资净收益	(1)	8	8	9
在建工程	45	45	45	45	公允价值变动	(7)	(8)	0	0
无形资产	10	10	10	10	减值损失	(9)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	174	187	245	305
其他非流动资产	19	19	19	19	营业外净收支	1	1	2	0
资产总计	1,341	1,771	1,881	2,489	利润总额	176	188	247	305
流动负债	772	1,129	1,040	1,400	减:所得税	35	36	47	58
短期借款及一年内到期的非流动负债	396	396	396	396	净利润	141	152	200	247
经营性应付款项	297	640	531	872	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	17	16	20	24	归属母公司净利润	141	152	200	247
其他流动负债	61	77	92	108	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.11	2.28	3.00	3.70
非流动负债	35	35	35	35	EBIT	183	212	257	321
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	205	234	280	344
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.33	29.20	27.99	28.48
租赁负债	31	31	31	31	归母净利率(%)	9.79	9.90	10.59	10.85
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	55.52	7.06	22.78	20.65
负债合计	807	1,164	1,075	1,435	归母净利润增长率(%)	78.88	8.23	31.37	23.55
归属母公司股东权益	534	607	806	1,053					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	534	607	806	1,053					
负债和股东权益	1,341	1,771	1,881	2,489					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1	354	(106)	440	每股净资产(元)	8.01	9.09	12.09	15.80
投资活动现金流	(23)	(61)	(60)	(61)	最新发行在外股份(百万股)	67	67	67	67
筹资活动现金流	(33)	(97)	(18)	(18)	ROIC(%)	16.40	17.24	18.40	19.14
现金净增加额	(55)	195	(184)	361	ROE-摊薄(%)	26.33	25.09	24.79	23.45
折旧和摊销	22	22	23	24	资产负债率(%)	60.18	65.75	57.13	57.67
资本开支	(50)	(69)	(68)	(70)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.56	18.07	13.76	11.13
营运资本变动	(181)	153	(346)	151	P/B (现价)	5.15	4.53	3.41	2.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>