

牧高笛(603908)

报告日期: 2023年08月29日

## 内销高基数下如期承压, 外销毛利率超预期

### ——牧高笛点评报告

#### 投资要点

##### Q2 收入端短暂承压, 业绩端环比改善

公司发布 2023 年中报: 23H1 实现营收 8.60 亿元 (-0.8%), 归母净利润 0.97 亿元 (-14.3%); 单 Q2 收入 5.17 亿元 (-4.3%), 归母净利润 0.68 亿元 (-10.8%), Q2 收入端符合预期, 利润端略超预期, 主要由外销毛利率超预期带动。

##### 品牌业务: 高基数下如期回落

23H1 内销收入 4.28 亿元 (+23.6%), 单 Q2 收入 2.73 亿元 (+8.1%), 高基数下增速如期环比回落, 我们预计 Q3 随着基数下降, 将再次环比提速。

进一步拆分来看: 23Q2 大牧(露营装备)线上/分销团购收入分别为 1.25/1.34 亿元, 同比+5.8%/+9.0%; 小牧(户外鞋服)直营/加盟收入分别为 496/1006 万元, 同比-8.3%/+41.2%, 期末直营/加盟店较年初净关 2/4 家至 22/182 家。

23H1 内销毛利率 30.2% (-5.7pp), 根据子公司“浙江牧高笛户外用品”(负责自主品牌业务)数据, 预计内销净利率约 6.4% (-7.1pp), 下滑较大预计主要系拓展入门级产品、电商费用及品牌推广费增加较多。

##### 代工业务: 订单仍承压, 毛利率超预期

23H1 外销收入 4.32 亿元 (-16.5%), 单 Q2 收入 2.43 亿元 (-14.0%), 我们预计下半年订单压力仍将持续, 考虑到海外市场周期规律, 我们预计明年外销订单有望回暖。

23H1 外销毛利率 26.5% (+5.6pp), 测算净利率约 16.1% (+3.3pp), 我们预计大幅提升主要系人民币贬值及客户结构改善带来。

##### 长期成长性可期, 员工持股计划提振活力

我们认为国内露营市场由粗放式增长回归理性, 行业步入洗牌期, 预计未来将呈现结构性增长: 产品、营销、渠道及供应链实力强劲的企业将持续提升市占率。

牧高笛品牌理念引领行业, 继“精致露营”之后, 今年推出城市露营、汽车露营、水系露营等全场景产品, 并持续布局多元营销及渠道, 长期成长值得期待。

8月12日公司发布员工持股计划, 业务考核目标为 23-25 年大牧收入相比 22 年增长不低于 30%/60%/90% (按下限计算, 23-25 年同比增速需达 30%/23%/19%), 或净利率不低于 8%/9%/9%, 团队稳定性及积极性将获提振。

##### 盈利预测及投资建议:

预计 23-25 年公司收入 15.6/19.4/23.3 亿元, 同比增长 9%/24%/21%, 归母净利润 1.46/2.13/2.61 亿元, 同比增长 4%/46%/22%, 对应 PE 19/13/11X, 考虑到露营赛道成长性高, 公司品牌护城河逐渐加深, 维持“买入”评级。

##### 风险提示: 海外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; 汇率波动

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1436	1560	1937	2333
(+/-) (%)	55.5%	8.7%	24.1%	20.5%
归母净利润	141	146	213	261
(+/-) (%)	78.9%	4.0%	46.0%	22.3%
每股收益(元)	2.11	2.19	3.20	3.91
P/E	19.6	18.8	12.9	10.5

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

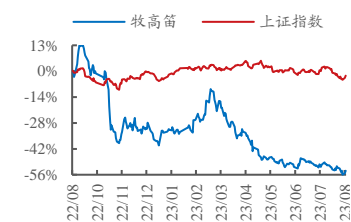
分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强  
执业证书号: S1230523080010  
zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥41.24
总市值(百万元)	2,750.30
总股本(百万股)	66.69

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《员工持股计划出台, 激发大牧团队活力》 2023.08.14
- 《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

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,172</b>	<b>1,504</b>	<b>1,671</b>	<b>2,113</b>
现金	132	357	433	726
交易性金融资产	200	240	228	223
应收账款	106	126	167	180
其它应收款	5	4	4	5
预付账款	24	39	36	35
存货	696	722	788	932
其他	9	16	15	13
<b>非流动资产</b>	<b>169</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>71</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>1,341</b>	<b>1,575</b>	<b>1,741</b>	<b>2,184</b>
<b>流动负债</b>	<b>772</b>	<b>881</b>	<b>851</b>	<b>1,053</b>
短期借款	387	355	371	363
应付款项	164	403	344	543
预收账款	0	0	0	0
其他	221	123	135	147
<b>非流动负债</b>	<b>35</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	35	5	5	5
<b>负债合计</b>	<b>807</b>	<b>886</b>	<b>855</b>	<b>1,057</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	534	689	886	1,126
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,341</b>	<b>1,575</b>	<b>1,741</b>	<b>2,184</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>77</b>	<b>131</b>	<b>130</b>
净利润	141	146	213	261
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)	(87)	(103)	(155)
其它	30	(11)	(12)	(13)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>155</b>	<b>(39)</b>	<b>184</b>
资本支出	51	(42)	3	3
长期投资	0	0	0	0
其他	(74)	197	(42)	181
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(33)</b>	<b>(7)</b>	<b>(16)</b>	<b>(21)</b>
短期借款	387	355	371	363
长期借款	0	0	0	0
其他	(420)	(362)	(387)	(384)
<b>现金净增加额</b>	<b>(55)</b>	<b>225</b>	<b>76</b>	<b>293</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,436</b>	<b>1,560</b>	<b>1,937</b>	<b>2,333</b>
营业成本	1,029	1,120	1,359	1,633
营业税金及附加	3	5	5	6
营业费用	99	117	136	159
管理费用	86	94	115	139
研发费用	36	37	46	56
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
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>182</b>	<b>266</b>	<b>326</b>
营业外收支	1	1	0	1
<b>利润总额</b>	<b>176</b>	<b>183</b>	<b>267</b>	<b>326</b>
所得税	35	37	53	65
<b>净利润</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>213</b>	<b>261</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>141</b>	<b>146</b>	<b>213</b>	<b>261</b>
EBITDA	193	194	282	347
EPS (最新摊薄)	2.11	2.19	3.20	3.91

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	55.52%	8.67%	24.12%	20.48%
营业利润	86.89%	4.37%	46.28%	22.30%
归属母公司净利润	78.88%	3.96%	45.95%	22.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.33%	28.21%	29.85%	30.00%
净利率	9.79%	9.37%	11.02%	11.19%
ROE	28.05%	23.91%	27.10%	25.94%
ROIC	15.91%	14.35%	17.51%	18.27%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.18%	56.27%	49.13%	48.42%
净负债比率	151.13%	128.67%	96.56%	93.87%
流动比率	1.52	1.71	1.96	2.01
速动比率	0.58	0.84	1.00	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.14	1.07	1.17	1.19
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.11	2.19	3.20	3.91
每股经营现金	0.00	0.11	0.15	0.12
每股净资产	8.01	10.33	13.28	16.89
<b>估值比率</b>				
P/E	19.56	18.81	12.89	10.54
P/B	5.15	3.99	3.10	2.44
EV/EBITDA	15.58	14.17	9.54	6.88

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>