

证券研究报告—深度报告

纺织服装及日化

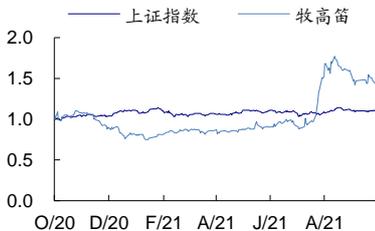
服装 II

牧高笛(603908)
增持

合理估值: 42-45 元 昨收盘: 36 元 (首次评级)

2021年10月25日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	67/67
总市值/流通(百万元)	2,401/2,401
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12个月最高/最低(元)	45.80/18.99

证券分析师: 黄盈

 E-MAIL: huangying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010003

证券分析师: 姜明

 E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

露营渗透加速, 关注品牌拐点

● 深耕户外用品行业, 以户外露营装备为主, 高性能出行服饰为辅

公司主要从事户外用品的研发、设计、生产与销售, 业务模式以出口 OEM/ODM 为主, 同时内销自主品牌快速崛起。其中, OEM/ODM 的产品主要为帐篷等户外装备, 与主要客户迪卡侬、Go outdoors、Home Retail Group、Columbia、The North Face 等海外户外用品品牌商与零售商保持稳定的合作关系。自主品牌产品主要为户外装备及鞋服, 通过线上、线下结合的营销网络直接面向国内消费者。

● 产品覆盖场景广, 自主品牌与精致露营产品有望快速发展

公司的产品种类丰富, 目前已经能覆盖露营的大部分需求。自主品牌业务中, 公司正逐渐将重心从鞋服类产品转为户外露营相关产品, 实现从低端到高端的全场景覆盖。目前, 自主品牌中的精致露营相关产品从 2000 年的“纪元”系列产品起步, 经不断自主研发设计, 已经涵盖帐篷、睡袋、防潮垫、折叠椅等一系列产品, 销售额占露营产品总销售额的近 50%。

● 疫情下户外露营出圈, 行业前景向好支撑公司业绩成长

2020 年全球疫情是进行户外露营的消费者教育契机, 国内需求增长下户外露营成功出圈。同时, 城镇化进程推进下回归自然的需求, 以及双减政策落地成为户外行业的新增长点。我们认为以上因素将带动户外行业需求迎来新一轮增长。

● 风险提示

估值合理性风险; 订单低于预期风险; 行业市场规模不及预期风险;

● 首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.9、1.2、1.6 亿, 对应当前股价 PE 分别为 27、19、16x, 我们认为公司股票价值在 28-30 亿元之间, 2021 年动态市盈率分别为 32 倍和 34 倍, 相对于公司目前股价有 18%-26% 溢价空间。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529	643	913	1218	1561
(+/-%)	-4.0%	21.4%	42.0%	33.4%	28.2%
净利润(百万元)	41	46	88.91	124.15	155.15
(+/-%)	-1.0%	12.7%	93.4%	39.6%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.69	1.33	1.86	2.33
EBITMargin	9.8%	12.8%	12.5%	13.5%	13.6%
净资产收益率(ROE)	9.2%	10.5%	17.9%	21.5%	22.8%
市盈率(PE)	58.9	52.2	27.0	19.3	15.5
EV/EBITDA	45.6	33.8	23.3	16.6	13.5
市净率(PB)	5.41	5.46	4.82	4.15	3.53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为伴随户外消费渗透率的提升，公司作为行业内的头部公司，即将迎来产品需求的大幅增长。预计公司 21-23 年净利润 0.9/1.2/1.6 亿元，利润增速分别为 93.4%、39.6%、25.0%。首次覆盖给予“增持”评级。未来一年合理估值区间 28-30 亿元。

核心假设与逻辑

第一，公司的自主品牌产品发展顺利，公司将增加自有品牌中帐篷等户外装备的生产与销售，同时提升精致露营类产品占比；

第二，公司海外需求保持平稳较快增长；

第三，户外行业需求增长符合预期。

与市场的差异之处

第一，市场对国内行业爆发的持续性有所质疑，担心是否是疫情特殊时期下，过去的出境游等需求被抑制所带来的露营行业发展。但我们的观点是，国内户外露营市场的兴起，本质源于消费者购买力的提升以及城市化到达较高水平，疫情只是露营进行消费者教育的契机与拐点，行业未来的趋势并不会被旅游业复苏所打乱。

第二，市场对公司海外需求的预计较为保守，但我们认为户外露营在欧美渗透率较高，达到 15-20% 左右水平，是欧美消费群体重要的休闲手段，每一年都具有更新换代的需求，海外市场的表现将会是稳定增长。

股价变化的催化因素

第一，我们认为公司产品结构调整与新的品牌策略，能带来自主品牌产品销量的爆发式增长；

第二，经营端，公司产品品类的拓展将逐步体现在收入与利润的增加中。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，产品结构调整不符合市场需求，导致销量不及预期；

第二，零售端受到疫情等因素干扰销量不及预期；

第三，材料成本增长过快。

内容目录

估值与投资建议	6
相对法估值：21 年 28-30 亿元，22 年估值切换后弹性更佳	6
投资建议.....	7
公司历史及股权结构	8
公司历史.....	8
股权结构.....	8
公司概况：户外产品领跑者	9
业务简介.....	9
行业概览：户外运动行业高速发展	11
中国户外产业：预计 2025 年市场规模达到千亿美元.....	11
户外项目特点：品类众多，覆盖大量长尾需求.....	11
户外用品消费群体广泛.....	12
露营迎来爆发拐点，户外用品需求扩张	13
普通露营与精致露营	13
2020 露营元年，2021 继续快速渗透	15
市场空间：预计 2030 年达到 309.3 亿	16
露营的崛起：消费升级、配套渐全	18
公司财务：专注户外多年，21 上半年迎来拐点	21
收入分析：品牌与代工双主业	21
历史毛利率平稳.....	23
费用分析.....	24
盈利预测	27
假设前提.....	27
未来 3 年盈利预测.....	27
盈利预测的敏感性分析.....	28
风险提示	30
附表：财务预测与估值	31
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	32

图表目录

图 1: 公司历史沿革	8
图 2: 公司股权结构	8
图 3: 牧高笛业务模式及产品	9
图 4: 牧高笛部分产品展示——大牧旗下户外露营装备（左图）与小牧旗下出行服饰（右图）	10
图 5: 牧高笛 2016-2021H1 收入及净利润增长（百万，%）	10
图 6: 2010-2019 年中国户外用品行业零售额及增长率	11
图 7: 2011-2018 年中国户外用品行业品牌数量	12
图 8: 中国户外专业运动人群年龄分布	12
图 9: 中国户外专业运动人员城市分布	12
图 10: 小红书上与户外露营相关的内容	16
图 11: 2019 年我国户外用品市场各品类产品占比	16
图 12: 国内消费者露营地种类选择情况	16
图 13: 新手入坑露营装备清单	17
图 14: 2011-2020 年国内人均 GDP（万元）	18
图 15: 2011-2020 年国内城镇人口比重（%）	18
图 16: 2017-2021 年露营地相关企业数量（个）	19
图 17: 2015-2019 年中国露营地数量（个）	19
图 18: 小红书上关于大热荒野的笔记	20
图 19: 公司 2016-2020 年不同产品收入占比（%）	21
图 20: 公司 2016-2020 年主要产品收入（百万元）	21
图 21: 2014-2020H1 公司品牌运营收入与代工收入（百万）及其增速（%）	22
图 22: 公司历年海外收入与增速（百万元，%）	22
图 23: 2017-2020 年公司前五大客户收入占比（%）	22
图 24: 公司国内线下销售渠道实体店数量（家）	23
图 25: 公司自有品牌当前各渠道营收占比分布（%）	23
图 26: 公司 2016-2021H1 毛利与毛利率（百万元，%）	23
图 27: 公司主要产品毛利率（%）	23
图 28: 公司帐篷及装备毛利、增速与占比（百万元，%）	24
图 29: 公司 2014-2016 年内、外销帐篷毛利率（%）	24
图 30: 公司 2016-2021H1 不同业务渠道毛利率（%）	24
图 31: 牧高笛 2016-2021H1 费用率结构（%）	25
图 32: 牧高笛 2017H1-2021H1 经营表现与增速（百万元，%）	26
图 33: 过去 5 个半年度牧高笛存货周转率（次）	26
图 34: 2020H1-2021H1 牧高笛自有品牌产品收入情况（百万元）	26
图 35: 子公司浙江牧高笛 2017-2021H1 净利润（万元）	26
表 1: 同类公司估值比较	6
表 2: 公司分渠道业务表现与预测（百万元，%）	7
表 3: 分部估值法对应市值（百万）	7

表 4: 户外运动产业的项目构成	12
表 5: 精致露营必备装备	13
表 6: 2030 年中国帐篷露营装备市场空间测算	18
表 7: 露营地建设相关支持政策	19
表 8: 公司 2019-2023E 收入分拆预测 (百万元)	27
表 9: 公司 2021-2023E 盈利预测表 (百万)	28
表 10: 公司分渠道业务表现与预测 (百万元, %)	28
表 11: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

相对法估值：21年 28-30 亿元，22 年估值切换后弹性更佳

我们对公司代工业务和品牌业务进行分部估值，估值方法同时参照可比公司估值法和 PEG 方法。

- 1) ODM: 我们在此处选择浙江自然、申洲国际与华利集团作为参照物。其中浙江自然为户外运动 ODM 出口型企业，其产品与牧高笛的产品同属户外装备/配件。同时由于可比标的的数量不足，增加优质 ODM 服装企业的申洲国际与华立集团的 PE 估值水平。ODM 公司浙江自然、申洲国际、华利集团 21-22 年的估值水平则分别为 29x/21x、36x/36x、40x/32x。按照我们的估计，公司未来三年 ODM/OEM 业务的业绩复合增长在 24.3%，与以上几家公司相近，因此我们认为可以给予公司 ODM 业务 28-30 倍估值。
- 2) 品牌: 参考探路者与三夫户外。品牌中探路者 21-22 年的估值水平分别为 68x/56x，三夫户外为 85x/45x。我们认为公司在行业中的地位清晰，是露营行业蓬勃发展最直接的标的，未来三年品牌业绩增速为 58.1%，略快于探路者与三夫户外，因此给予品牌业务 50-53 倍估值。

综合公司 ODM 与品牌两大业务，分别给予 2021 年代工业务 20.4 亿至 21.9 亿、品牌业务 8.0 亿至 8.5 亿元的分部估值，得到 28.4 亿元至 30.3 亿元的目标市值，较公司当前 25 亿市值有 18%-26% 的上涨空间。如果考虑年底至明年年初的估值切换情况，对应 2022 年业绩，则在同样的估值体系（代工 28-30x、品牌 50-53x）之下，2022 年的合理目标市值在 41.1-43.9 亿之间。

表 1：同类公司估值比较

代码	简称	市值 (亿元) 2021 年 10 月 22 日	盈利预测 (亿元)			PE			2020- 2023 利润 复合增速 (%)	3 年复合增 长 PEG
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
OEM/ODM 与其它业务同类公司:										
605080	浙江自然	63.68	1.60	2.18	2.98	39.91	29.25	21.36	36%	0.81
2313	申洲国际	2576.52	51.07	64.26	75.17	50.45	40.10	34.28	20%	2.00
300979	华利集团	1028.13	18.79	26.48	33.35	54.73	38.83	30.83	28%	1.39
	均值					-	36.06	28.82	-	-
自主品牌同类公司:										
300005	探路者	73.35	-2.75	1.14	1.38	-26.68	64.34	53.15	扭亏	-
002780	三夫户外	25.86	-0.65	0.30	0.56	-39.51	86.20	46.18	扭亏	-
	均值					-	75.27	49.66	-	-

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注 1: 申洲国际市值已换算为人民币计价

注 2: 以上市值估值等数据均以 2021 年 10 月 22 日收盘价计算

注 3: 浙江自然、探路者、申洲国际、华利集团盈利预测采用 wind 一致预期

表 2: 公司分渠道业务表现与预测 (百万元, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
OEM/ODM 与其它业务收入	266.21	323.82	392.12	374.22	481.67	415.00	606.91	728.29	924.92
OEM/ODM 与其它业务净利润	35.97	42.09	48.89	49.61	54.79	48.24	72.83	94.68	116.70
OEM/ODM 与其它业务净利率	13.51%	13.00%	12.47%	13.26%	11.37%	11.62%	12.00%	13.00%	12.62%
自主产品业务收入	164.54	192.14	159.17	155.18	161.07	122.55	306.03	489.64	636.53
自主产品业务净利润	11.52	7.96	-7.70	-8.83	-8.81	5.19	16.08	29.26	38.19
自主产品业务净利率	7.00%	4.14%	-4.84%	-5.69%	-5.47%	4.23%	5.25%	5.98%	6.00%

资料来源: 牧高笛年报与半年报、国信证券经济研究所整理和预测

表 3: 分部估值法对应市值 (百万)

	2021E	2022E	2023E
OEM/ODM 与其它业务净利润	72.83	94.68	116.7
自主产品业务净利润	15.9	29.26	38.19
市值下沿			
ODM 估值-28 倍	2039.24	2651.04	3267.6
自主品牌估值-50 倍	795	1463	1909.5
合计	2834.24	4114.04	5177.1
市值上沿			
ODM 估值-30 倍	2184.9	2840.4	3501
自主品牌估值-53 倍	842.7	1550.78	2024.07
合计	3027.6	4391.18	5525.07

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司 2021 年合理市值在 28.34-30.27 亿元之间, 相对于公司目前股价有 18-26% 溢价空间, 2022 年的业绩若能如我们预测地兑现, 则进一步打开市值空间。我们认为, 公司未来有非常广阔的拓展空间, 公司自身深耕行业多年, 积极进取, 将迎来若干年快速成长, 首次覆盖给予“增持”评级。

公司历史及股权结构

公司历史

牧高笛户外用品股份有限公司主要从事露营帐篷、户外服饰及其他户外用品研发设计、生产和销售。公司正式成立于 2006 年，主要产品包括帐篷、睡袋、自充垫等户外装备，以及冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包等户外服装、鞋及配饰。公司主营业务可以分为 OEM/ODM 业务和自主品牌业务两大类，产品外销为主。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构

实际控制人为陆瞰华、陆瞰峰，股权高度集中。

- 1) 公司控股股东为宁波大牧，实际控制人陆瞰华持有宁波大牧 51% 股权，控制公司 54.13% 的股份；
- 2) 公司另一实际控制人为陆瞰峰，通过持有浙江嘉拓 51% 的出资，控制公司 11.63% 的股份；
- 3) 陆瞰华与陆瞰峰为兄弟关系，其余股东合计持有公司 35.23% 的股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司概况：户外产品领跑者

业务简介

公司主营业务模式分为 OEM/ODM 和自主品牌两类。OEM/ODM 业务线主营高品质露营帐篷系列产品的研发和生产制造，最终产品全部外销，以欧美等北半球地区市场为主；自有品牌业务线以国内市场为目标市场，分为主品牌大牧和子品牌小牧，主打户外服饰、鞋类产品及专业装备的生产销售。

图 3：牧高笛业务模式及产品

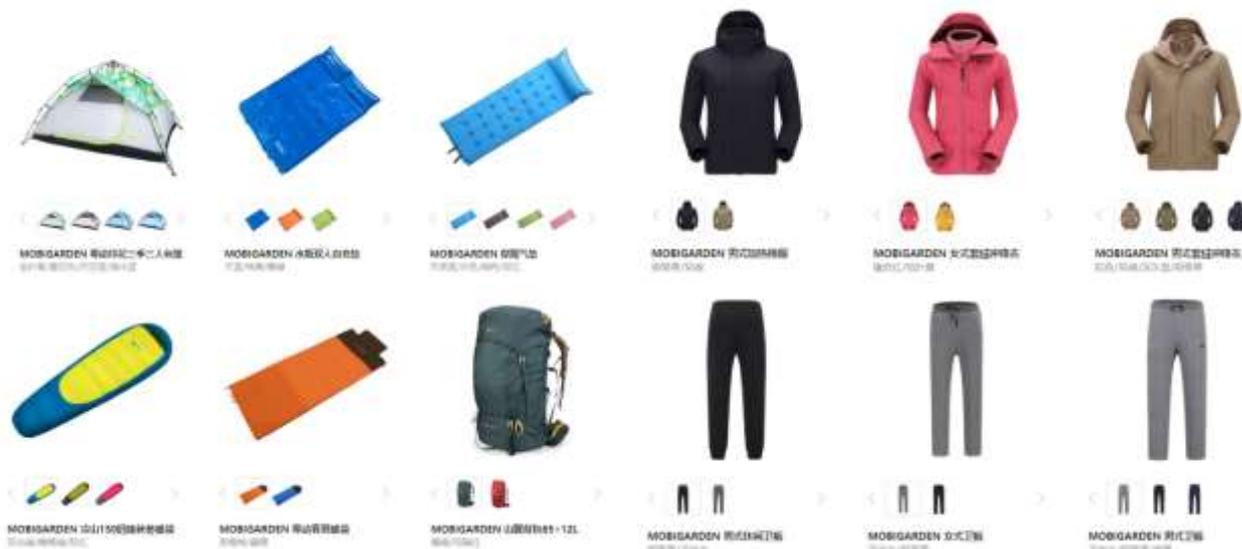
业务模式	品牌标志	主要产品	主要市场
OEM/ODM		高品质露营帐篷系列产品	国外市场
自有品牌	 牧高笛 MOBIGARDEN (大牧)	主营户外露营装备系列产品，涵盖高海拔露营、徒步露营、公元休闲等场景	国内市场
	 Mobi Garden (小牧)	主打高性能出行服饰，涵盖通勤、旅行、健行、慢跑、露营、徒步登山等场景	

资料来源：牧高笛招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司自有品牌大牧主营户外露营装备，主推的“冷山”系列为传统露营产品，已更新到第 5 代，2000 年推出精致露营“纪元”系列产品。相比而言，“冷山”系列产品专业化程度高、重量轻，精致露营装备美观华丽，成本高价格相对高。目前，公司产品涉及帐篷、睡袋、防潮垫、露营桌椅、户外服饰、露营旅行周边物件等产品，产品线丰富，品类众多。就帐篷而言，按材质、重量、防水性不同进行区分以适应各种露营场景下使用，睡袋按充绒量、适用温度及适用人数进行划分，防潮垫有充气床、地垫、餐布等不同细分类别，露营桌椅按功能、形状等进行划分，满足露营消费者多种需求，户外服饰按性别、季节等划分，周边物件种类齐全，包括营地灯头灯、登山杖、炊餐具、收纳包装物、配饰配件等，可以为露营旅行消费者提供周到的装备一体化解决方案。

公司自主品牌小牧主营高性能出行服饰，产品包含冲锋衣、羽绒服、抓绒衣、棉衣、皮肤衣、卫裤、弹力长裤、保暖长裤等户外上装与下装。品牌延续了大牧的专业户外基因，丰富的产品品类使消费者不论在自然户外、城市户外，还是室内休闲，都能“一衣穿行”。

图 4：牧高笛部分产品展示——大牧旗下户外露营装备（左图）与小牧旗下出行服饰（右图）



资料来源：牧高笛公司官网，国信证券经济研究所整理

公司业绩近年来稳步增长，2016、2017、2018、2019、2020 年、2021 年上半年分别实现营收 4.31 亿、5.16 亿、5.51 亿、5.29 亿、6.43 亿、5.38 亿元；分别实现归母净利润 0.47 亿、0.50 亿、0.41 亿、0.41 亿、0.46 亿和 0.53 亿元，小幅波动，稳中有升。19 年业绩出现下滑主要系海外市场周期规律，客户采购进入小年导致，净利润小幅下滑主要系自主品牌加盟、电商渠道收入同比下降，同时自主品牌营销渠道费用增加。2017-2020 年净利润增长分别为 5.39%、-17.69%、-0.98%、12.72%和 44.41%。

图 5：牧高笛 2016-2021H1 收入及净利润增长（百万，%）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

行业概览：户外运动行业高速发展

中国户外产业：预计 2025 年市场规模达到千亿美元

户外运动产业指以户外运动项目及其相关产品与服务为经营对象的一系列经济活动，隶属于体育产业。根据国家体育总局，2019 年全国体育产业增加值为 11248 亿元，其中体育服务业占比 67.7%；体育用品及相关产品销售、出租与贸易代理占比 22.8%；体育健身休闲活动发展最快，保持了近年来的高位增长，增加值现价增长速度达到 74.4%，预计占比达到 7.6%；体育相关基础设施建设占全部体育产业增加值比重为 1.9%。

具体到户外运动本身，按照中研产业研究院数据，2018 年户外运动产业规模为 537 亿，并预计 2020 年户外产业达到千亿元以上规模。具体到我国的户外用品零售规模，2019 年总额达到 250.2 亿元。根据《2021-2025 年中国户外露营行业市场行情监测及未来发展前景研究报告》显示，户外露营行业市场规模有望持续增长，或将于 2026 年达到 150 亿元。

图 6：2010-2019 年中国户外用品行业零售额及增长率



资料来源：中纺协户外分会(COCA)，国信证券经济研究所整理

户外项目特点：品类众多，覆盖大量长尾需求

户外运动行业的特点是品类众多，当前我国已初步形成了水陆空全覆盖的户外运动产品体系，以登山、徒步、自行车骑行、马术、滑雪、皮划艇、滑翔等基础性户外运动项目蓬勃发展，同时汽车越野、极限穿越等新颖时尚的项目也逐渐为大众接受。在品牌方面，2012 年由于行业的高景气，国内户外运动品牌数量迅速增加，自 2013 年开始国内户外用品品牌数量超过国外，2018 年我国国内户外用品品牌数量为 490 个，国外品牌为 445 个。2018 年前十大户外运动用品品牌市场占有率达 57.1%，同期增长 0.3 个百分点，说明我国户外运动用品市场集中度逐渐提升，竞争重点已转变为品牌竞争，品牌优势进一步凸显，消费者更加关注产品品质。

表 4: 户外运动产业的项目构成

大项	主要子项
山地户外运动	登山、徒步、自行车骑行、露营、攀岩、速降、飞拉达、蹦极、滑草等
水上运动	皮划艇、桨板、游艇、垂钓、龙舟、漂流、游泳、帆船、帆板、潜水、冲浪等
航空运动	滑翔伞、跳伞、滑翔机、自由气球、飞艇、运动飞机、模拟飞行等
冰雪运动	滑雪、雪橇等雪上项目；滑冰、冰球、俯式冰橇等冰上项目等
汽摩运动	四驱拉力越野、场地越野、汽车自驾等汽车运动；公路摩托、越野摩托、全地形摩托等摩托车运动
其他运动	马拉松、铁人三项、马术、高尔夫等

资料来源:《2019~2020 年户外运动产业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

图 7: 2011-2018 年中国户外用品行业品牌数量



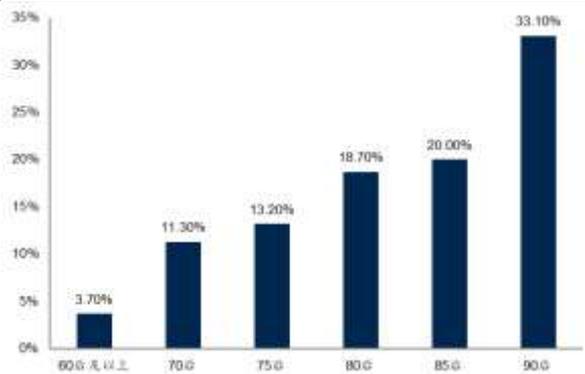
资料来源: 中纺协户外分会(COCA), 国信证券经济研究所整理

户外用品消费群体广泛

根据中国户外联盟统计, 截至 2019 年 11 月末我国约有 1.3 亿人口参与户外休闲活动, 有 6000 万人热衷参与徒步、登山、露营等户外运动。中国专业户外运动人群集中在 80 后及 90 后, 分别占比达到 20%和 33.10%, 人群集中在一线、新一线及二线城市, 分别占比达到 35.60%、21.60%和 29.10%, 该类人群也是户外运动用品的消费主力人群, 户外运动在群众中普及度逐渐升高。

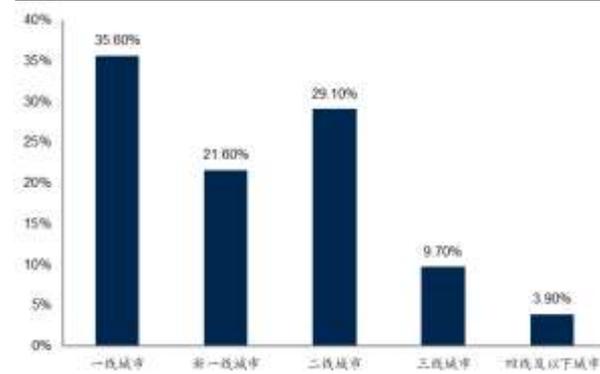
疫情重塑了消费群体的习惯。疫情之后 59%居民增加了户外跑步、球类等传统健身, 23%居民增加户外专业运动, 15%居民增加露营活动。此外, 研究还表明, 高达 29.60%的居民不愿意更换户外专业设备的品牌, 40.27%居民倾向于向朋友推荐户外专业装备, 总体说明疫情后的户外运动群体逐渐壮大, 户外运动用品品牌迎来发展黄金期。

图 8: 中国户外专业运动人群年龄分布



资料来源: 数字 100 数据研究院, 国信证券经济研究所整理

图 9: 中国户外专业运动人员城市分布



资料来源: 数字 100 数据研究院, 国信证券经济研究所整理

露营迎来爆发拐点，户外用品需求扩张

普通露营与精致露营

普通露营 Camping，一般指的是传统户外运动的某一个环节，需要夜晚搭建帐篷构建临时庇护所，是整个行山过程的一部分。通常，普通露营捎带荒野探险的性质，会要求玩家具备一定户外生存基本素养和基础技能，携带的物资多以方便、实用性强为主，如便携帐篷、睡袋、生火用具等必要物品，舒适度较低。

精致露营 Glamping，由 **Glamorous** 和 **Camping** 两个词组合而成，一般是指以**露营为目的的活动**，远离自然条件恶劣的户外环境，是一项展现当代人生活方式和生活哲学的娱乐休闲活动。精致露营的活动包括在营地野炊篝火，携带精美的炊具、沙发、投影仪甚至咖啡机去享受大自然的宁静与自在，和传统露营相比，精致露营更注重装备审美和风格，追求年轻化、个性化的露营体验感。

Camping 和 Glamping 在以下场景下存在一些差别。

- **衣**：普通露营需要应对长途爬涉、多变地形与天气的考验，衣着上倾向于选择专业性更强、功能导向的轻便安全衣帽鞋子；精致露营更加休闲随意，追求舒适，人们通常为了拍照纪念多选择款式新颖时尚的服饰。
- **食**：普通露营受客观因素限制，以满足基本需求为主，食物上不及精致露营丰富多样。精致露营会准备更多烹饪装备，能提供烧烤、饮茶，甚至煮咖啡。
- **住**：普通露营的露营系统以简单实用为主，一般会选择轻便易搭的帐篷与舒适保暖的睡袋，保证基本的户外夜晚睡眠质量，精致露营更追求个性，一般都会选择棉布帐篷外加天幕，不仅舒适度显著提高，而且设计感十足。
- **行**：普通露营倾向于选择山地等自然野外地进行，更强调徒步攀登的过程，物品也多由肩包携带；精致露营则更易选择经开发管理过的户外营地，且多是以家庭为单位驾车前往，或由活动方提供专车接送。

总结来说，精致露营是比传统露营在环境上要求更高、露营方式上更为休闲、而在结构上处在消费升级下的露营场景，相应地在消费上，精致露营的人均消费也远远高于传统，且双方的消费群体并不重合。精致露营的消费群体具有强社交、高舒适的需求，是传统露营中衍生出的、更适合当代中产的休闲方式。

表 5：精致露营必备装备

品类	牧高笛产品信息
帐篷	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="flex: 1;"> <p>传统露营冷山系列 (459-699 元)</p> </div> <div style="flex: 1; text-align: center;">  </div> <div style="flex: 1;"> <p>重量：2-3kg 内帐材料：透气布/涤纶 外帐材质：涤纶 帐底材质：涤纶牛津布</p> </div> </div>
	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="flex: 1;"> <p>精致露营纪元系列 (799-3899 元)</p> </div> <div style="flex: 1; text-align: center;">  </div> <div style="flex: 1;"> <p>重量：7-16kg 内帐材料：透气布/涤棉 外帐材质：涤棉 帐底材质：牛津布</p> </div> </div>

睡袋

传统露营系列
(69-2199 元)



重量: 1-3kg
尺寸: 180*75cm~*210*82cm
填充物: 化纤/鹅绒
里料材质: 聚酯纤维/锦纶
户外面料: 聚酯纤维/锦纶

精致露营系列
(69-499 元)



防潮垫

传统露营系列
(29-369 元)



精致露营系列
(159-699 元)



重量: 1-3kg
尺寸: 130*150cm~140*200cm
填充物: 聚氨纤维
面料: 聚酯纤维
底料: 聚酯纤维/铝膜

露营桌椅

传统露营系列
(49-479 元)



露营椅重量: 0.3-1.4kg
露营桌重量: 0.42-1.15kg
面料: 牛津布
支架: 铝合金

精致露营系列
(139-699 元)



露营椅重量: 2.5-3.7kg
露营桌重量: 0.91-9.7kg
材质: 铝合金、牛津布、铁件、榉木

营地灯头灯

传统露营系列
(29-179 元)



重量: 41-509g
材质: PC/硅胶
灯泡及配件: LED
续航时间: 4-14 小时

精致露营系列
(59-359 元)



传统露营系列
(19-569 元)



炊餐具

重量：45-110g
材质：铝合金/不锈钢/矿银石

精致露营系列
(19-879 元)



资料来源：马蜂窝旅游网、国信证券经济研究所整理

2020 露营元年，2021 继续快速渗透

小红书官方统计，2020 年露营相关笔记发布量同比增长了 271%，露营相关笔记的浏览量则同比增长 170%，业内普遍称 2020 年为露营元年。而 2021 年，精致露营的出现让露营不再只是少部分“硬核”户外玩家的专属活动，离“把户外当作生活方式”更近了一步。携程发布的《2021 年中秋假期旅游数据报告》显示，中秋小长假期间，露营产品订单量相较今年端午假期增长近 50%，GMV 增长逾 60%。

目前精致露营的客户群主要集中在 25-45 岁。我们认为从消费圈层、消费支出、消费群体等角度来说，户外休闲运动的群体与一二线城市的主力消费人群相重合，其用户画像具有年轻、中产、亲子等关键字。根据飞瓜数据，2021 年牧高笛抖音平台一二线城市用户比重达 47%。精致露营当前先在一二线城市开始流行，而三四线城市的渗透率则较低。

图 10：小红书上与户外露营相关的内容



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

市场空间：预计 2030 年达到 309.3 亿

在对未来中国帐篷露营装备市场空间的测算中，我们通过海外对比的方式，考虑中国帐篷露营行业发展到成熟阶段时大致的市场规模。我们参照的参与人数、渗透率等数据主要来自户外产业较成熟的美国，而考虑到两国消费习惯与物价的区别，帐篷露营人均消费采用中国的数据。

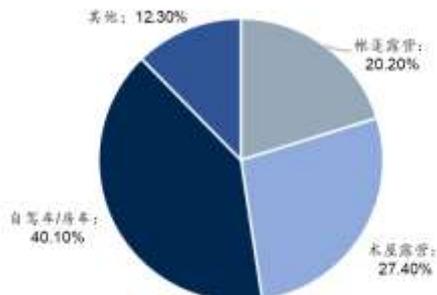
- 1) 中国潜在户外露营消费者规模测算：户外运动是欧美地区发达国家居民的生活方式之一。根据美国户外基金会数据，2017 年美国露营人数为 4176.8 万人，渗透率约 12.85%；露营费用 1668.62 亿美元，其中露营装备市场规模在 312.71 亿美元，占比 18.74%。鉴于两国多方面差异，我们假设到 2030 年中国户外露营渗透率可以达到 9%，则以中国 2020 年人口基数测算，届时中国潜在 1.27 亿人参与各种形式的露营。
- 2) 帐篷露营潜在消费者：按不同的露营旅游目的地分析，目前中国选择以自驾车和房车为主导的露营旅游目的地的游客，占露营参与者的 40.1%，而选择帐篷露营和木屋露营目的地的游客分别占 20.2%和 27.4%。由此可测算得中国潜在帐篷露营消费者 2563.38 万人。

图 11：2019 年我国户外用品市场各品类产品占比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 12：国内消费者露营地种类选择情况



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

3) 单位家庭露营预算：小红书用户“尧月的好玩分享”分享的文章“新手入坑露营装备清单”中，列举出了家庭（4人）露营所必备、选配的设备，最终预算为8077元。

图 13：新手入坑露营装备清单

类别	物品	品牌	价格	备注	物品	品牌	价格	备注
睡眠系统	帐篷	vidalido	1580	必备	卡式炉+气罐*4	日本千石	189	必备
	地布	vidalido	104	必备	挡风板	淘宝	26	必备
	铝膜防潮垫	淘宝	17	必备	煎锅	火枫	47	必备
	充气垫	intex	190	必备	不锈钢碗	火枫	81	必备
	睡袋	挪客	367	必备	盒子*3	火枫	81	必备
	充气枕	挪客	25	必备	保温箱	Stanley	450	必备
	毯子			选配	保温箱	Stanley	390	选配
休闲设备	蛋卷桌	1688商家	348	必备	烧烤盘	火枫	146	选配
	折叠椅*2	挪客	380	必备	搪瓷杯	Stanley	39	选配
	球形天幕	三峰	398	必备	不锈钢杯套杯*4	淘宝	99	选配
	铝制折叠桌	喜拓客	88	选配	烤火壶	火枫	164	选配
	月亮椅	挪客	229	选配	不锈钢碗	柯曼	48	选配
	野餐垫			选配	调味品			自备
照明系统	帐篷内灯LED	淘宝	33	必备	食材			自备
	营地主灯LED	淘宝	76	必备	饮品			自备
	串灯*2	淘宝	58	必备	手冲咖啡设备			自备
	氛围气灯	coleman	580	选配	咖啡豆			自备
	营灯挂钩			选配	刀、案板			自备
收纳搬运	户外拉车	挪客	599	必备	地钉*8	挪客	330	必备
	工具收纳包	挪客	79	选配	营钉锤	Qvien	78	必备
	垃圾袋				电动充气泵	挪客	179	必备
	收纳箱				加粗天幕撑杆*2	vidalido	218	选配
					反光防风绳*18	hikeman	72	选配
					风绳调节片*4	vidalido	10	选配
穿衣搭配	防风外套保暖品			自备	营灯支架	喜拓客	59	选配
	帽子			自备	G2小气罐	火枫	48	选配
	太阳镜			自备	户外水桶18.5L	敦高箭	69	必备
					折叠水桶		73	选配
					折叠水盆	挪客	30	选配
					户外电源			选配
个人洗漱					蓝牙音箱			自备
					电蚊拍			自备
					蚊香			自备
					驱蚊液			自备
					纸巾和湿纸巾			自备
					充电宝若干			自备
小计			5151				2926	
							总计	8077

资料来源：小红书用户“尧月的好玩分享”，国信证券经济研究所整理

结合中国潜在帐篷露营的人数与预算情况，我们假设中国 2030 年时户外渗透率达到 9%，较美国 2017 年的渗透率略低 3.85 个百分点，其中有 20% 的人参与帐篷露营形式，对应 2563 万露营参与人数，在帐篷露营每 4 人支出 8077 元、装备更换周期为 2 年与未来复合年通胀率 2% 的条件下，测算得中国露营装备潜在市场空间达 309.3 亿元。

当前的中国尚未形成全民露营文化。2019 年我国户外用品零售总额、出货总额分别为 250.20 亿元、141.60 亿元。其中，露营装备是户外用品市场下的第三大消费品，占国内户外用品市场规模的 11.7%，仅次于服装及鞋靴。2019 年露营装备市场规模约为 40 亿元左右。

表 6: 2030 年中国帐篷露营装备市场空间测算

美国		中国	
2017 年美国各种形式户外露营渗透率	12.85%	假设中国 2030 年达到 9% 渗透率	9.00%
2017 年美国总人口 (亿人)	3.25	假设 2030 年中国总人口与 2020 年持平 (亿人)	14.1
2017 年美国各种形式户外露营参与人数 (万人)	4176.80	测算 2030 年中国各种形式户外露营参与人数 (亿人)	1.27
帐篷露营形式/整体露营形式	20.2%	测算中国 2030 年帐篷露营参与人数 (万人)	2563.38
		小红书上每 4 人帐篷露营的预算 (元)	8077
		帐篷露营装备的更换周期 (年)	2
		假设未来年通胀率	2%
		得: 2030 年中国帐篷露营装备市场空间 (亿元)	309.30

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所预测

露营的崛起: 消费升级、配套渐全

人均收入快速增长, 城市化带动回归自然

露营的崛起, 背后的根本动因来自于过去 10 年国内人均 GDP 快速增长, 中国人均 GDP 由 2011 年 3.63 万元上升至 2020 年 7.20 万元, 跨过一万美元大关, 民众的消费能力日益增强。

2011 年到 2020 年国内城市化率由 51.27% 增长至 63.89%, 城镇人口比重攀升, 一二线城市居民的休闲需求开始向纵深方向发展, 并呈现出多元化发展趋势。80-90 后的“逃离城市”, 带娃家庭的“亲近自然”等需求, 都在露营的场景中得以释放, 露营本质是一种从快节奏生活中逃离的休憩, 因此最先在一二线城市年轻人中铺开。

图 14: 2011-2020 年国内人均 GDP (万元)



资料来源: 统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2011-2020 年国内城镇人口比重 (%)



资料来源: 统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

与此同时, 外出露营的旅游场景多发生在周边游中, 2021 年十一首日, 携程平台的省内游订单占总量订单一半以上, 本地游、周边游趋势明显。而即使我们查看疫情前 2019 年的数据, 根据马蜂窝的报告, 中国游客出游的频率也从每年一、两次, 提升到每月, 甚至每周出游。周边游成为 2019 年新的旅游增长点。

中国露营地发展迅速, 为精致露营打造成长空间

中国露营地建设成果显著, 从行业发展角度, 露营营地的数量扩容是露营设备销量的基础。据企查查数据显示, 2020 年国内与“露营”相关的注册企业达

8,841 家，同比增长 200.71%，2021 年国内共有 14,414 家露营地相关企业，增加 5,573 家新注册企业，同比增长 63.04%。据露营天下统计，2019 年中国露营地数量已从 2015 年 415 个增加到 1,778 个，增幅达 328.43%，其中 2019 年建成露营地数 1565，新增 326 家，在建露营地数 213，减少 238 家。

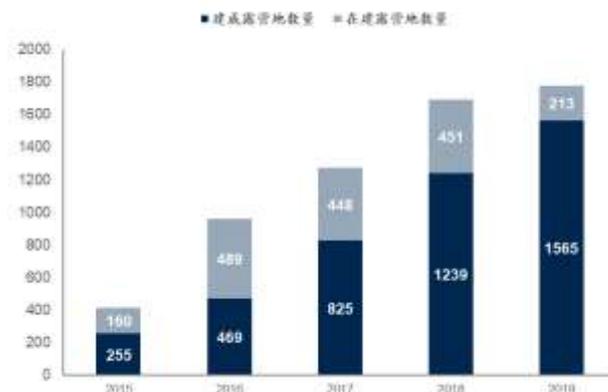
近年来政府相继出台露营地相关支持政策，鼓励健全露营地基础设施建设，同时制定了自驾车、旅居车营地建设相关规范，推动营地建设与“互联网+”结合，不仅在土地、交通、人才、资金上给予扶持，更强调完善营地布局，将营地建设融入“一带一路”等国家战略。此外，“露营地+学=营地教育”的户外教育培训模式正逐渐为大众所接受，根据露营天下提供的用户画像，近 7 成新生代父母认同亲子旅行可以有效改善亲子关系，其中中产阶层父母更加重视教育及亲子关系的维护，其良好的经济基础也更容易接受露营式“个性化教育”方式。

图 16: 2017-2021 年露营地相关企业数量 (个)



资料来源: 企查查, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2015-2019 年中国露营地数量 (个)



资料来源: 露营天下, 国信证券经济研究所整理

表 7: 露营地建设相关支持政策

发布时间	政策名称	具体支持政策
2017.2	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	大力发展自驾车、房车营地，鼓励规划建设一批航空飞行营地、汽车综合营地、山地户外营地和徒步骑行服务站
2017.3	《关于促进交通运输与旅游融合发展的若干意见》	推广精品旅游公路自驾游线路，引导自驾车房车旅游发展，培育自驾游和营地连锁品牌企业
2018.3	《关于促进全域旅游发展的指导意见》	加快建设自驾车房车旅游营地，推广精品自驾游线路
2019.10	《加快推动汽车自驾运动营地产业发展的通知》	2020 年，各省（区、市）建成 50 家汽车自驾运动营地；2025 年，各省（区、市）力争建成 300 家汽车自驾运动营地

资料来源: 公开信息、国信证券经济研究所整理

精致露营新业态的衍生

根据精致露营需求，当前衍生出大量专业的露营地，营地中配备齐全的帐篷、天幕、桌椅、烹饪用具等配件，用户不需要自己承担露营设备与配件的购置，只需要支付租金前来使用营地即可，相当于营地用自身的资本开支来为用户的体验买单，当前大热的连锁露营地包括“大热荒野”，不同营地拥有不同的主题，同时也有房车营地崛起如 SMSC 日月星。

图 18：小红书上关于大热荒野的笔记



资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

公司财务：专注户外多年，21 上半年迎来拐点

收入分析：品牌与代工双主业

从收入角度，可以按照产品类型、商业模式、客户类型三种口径对牧高笛的收入进行分拆。公司品牌与代工双主业，拥有良好的品牌形象，和一批长期稳定合作的海外客户群体。

产品类型：围绕帐篷布局户外装备

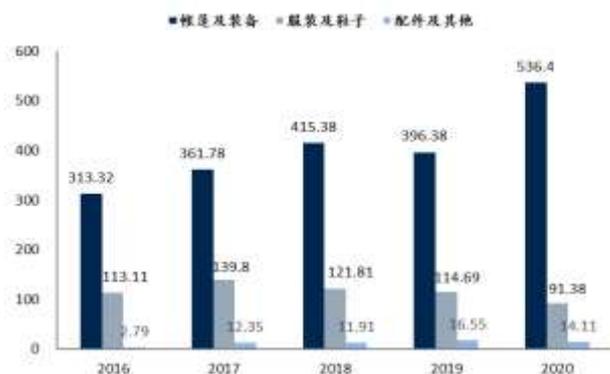
公司的产品分为帐篷及装备、服饰及鞋子、配件及其他，其中帐篷系列为公司主要产品，2020 年帐篷及装备收入占比达到 83.46%，且从趋势来看，帐篷及装备的占比在逐步扩大。服饰与鞋子为公司第二大收入来源，2020 年其与配件及其他收入占比分别为 14.22%、2.20%。

图 19：公司 2016-2020 年不同产品收入占比 (%)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 20：公司 2016-2020 年主要产品收入 (百万元)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

ODM/OEM 为主，自主品牌快速崛起

公司的销售模式包括 OEM/ODM、自主品牌业务模式两种。其中：

OEM/ODM 为公司主要收入来源，2018 至 2021 年上半年该业务收入分别达 3.9、3.72、4.81 和 4.15 亿元，占当年主营业务收入的 71.01%、70.59%、74.91%和 77.14%。

公司自主品牌收入规模比较稳定，2018 至 2020 年收入分别为 1.59、1.55、1.61 亿元，占当年主营业务收入的 28.99%、29.41%、25.09%。

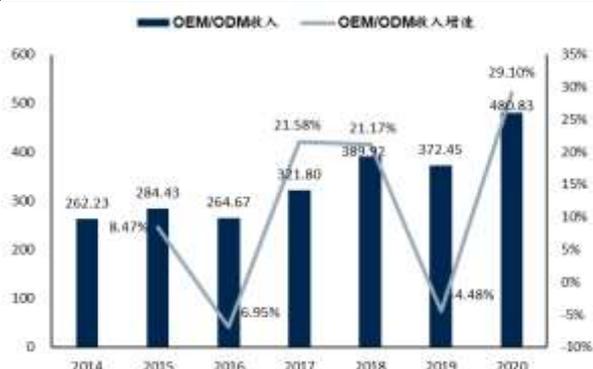
图 21：2014-2020H1 公司品牌运营收入与代工收入（百万）及其增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

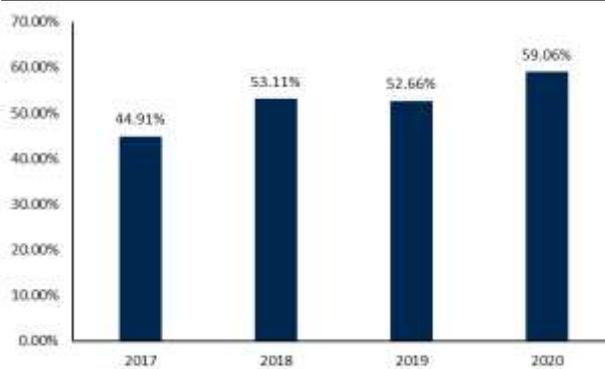
公司 OEM/ODM 产品的销售全部面向国外客户，主要包括普通零售商、专业零售商和品牌商等，迪卡侬、Go outdoors、Home Retail Group 等国外大型户外用品品牌商都是公司的主要客户。公司海外业务不断拓展，得益于与海外大客户关系的维系与深度拓展，疫情前外销订单会有大小年的规律，疫情下海外消费者对于户外运动的需求增长，未来海外订单将持续保持“大年”趋势，随着公司国内外三大生产基地的产能提升，预期能够灵活应对海外户外用品需求增长。2020 年公司海外收入达 4.81 亿元，占主营业务收入 74.91%，20 年海外收入中 8 成以上来自欧洲。

图 22：公司历年海外收入与增速（百万元，%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 23：2017-2020 年公司前五大客户收入占比（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

渠道：线下门店调整，线上快速扩充

公司自主品牌的产品销售渠道可分为线上、线下两大类，具体包括经销商加盟店、专业户外店、品牌直营店、电商四种渠道。其中：线下（实体）渠道包括经销商渠道、实体户外渠道、品牌直营店，公司直接向这些渠道供货。公司从 2017 年开始进行渠道调整，实体门店数量逐步减少，至 2021 年上半年仅剩 25 家品牌直营店与 211 家经销商加盟店。

线上渠道包括公司在天猫、京东、唯品会等平台开设的网络自营店，以及部分

线上专业户外店，直接面对终端消费者。公司线上销售额比例不断增加，2021 上半年线上收入 4,227.39 万元，同比增长 99.26%。2020 年电商渠道的收入占比从 2016 年的 17.00% 上涨至 29.72%，成为仅次于经销商加盟的销售渠道。

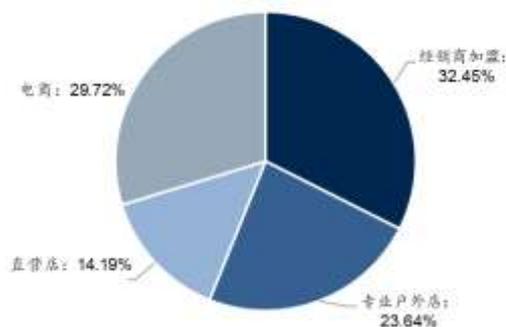
2016-2020 年经销商加盟店收入占比分别为 47.00%、49.29%、54.32%、46.12%、32.45%；电商渠道收入占比分别为 17.00%、18.81%、23.14%、22.14%、29.72%。

图 24: 公司国内线下销售渠道实体店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 25: 公司自有品牌当前各渠道营收占比分布 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

历史毛利率平稳

公司历年来毛利率较为平稳，略有下降。2016-2021 年上半年整体毛利率分别为 34.43%、31.40%、27.30%、28.17%、25.49%、24.09%，其中 2018 年毛利率下降幅度较大系 OEM/ODM 业务受汇率波动影响导致，2020 年系一季度疫情影响，毛利率略有下滑。分产品来看，公司 2020 年主营业务中服装及鞋子的毛利率最高，达 38.66%；配件及其他次之，毛利率 33.89%；帐篷及装备最低，毛利率为 23.07%。

图 26: 公司 2016-2021H1 毛利与毛利率 (百万元, %)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 27: 公司主要产品毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

作为公司主打产品的帐篷及装备，其 2016 至 2020 年间的毛利率有下滑趋势，分别为 31.43%、29.22%、23.36%、25.29%、23.07%，公司超 80% 的帐篷为 OEM/ODM 产品，销往国外，其余帐篷则为公司自主品牌产品，用于内销。对比招股书中内销帐篷与外销帐篷的毛利率，可以发现内销自主品牌帐篷毛利率显著高于外销 OEM/ODM 帐篷毛利率。

图 28：公司帐篷及装备毛利、增速与占比（百万元，%）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 29：公司 2014-2016 年内、外销帐篷毛利率 (%)



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

分渠道来看，公司内（即自有品牌产品）、外（即 OEM/ODM 产品）销产品毛利率均呈小幅下降趋势，我们认为主要是公司在线下渠道调整所带来的利润率阵痛，而 2020 年的线下销售则受到疫情影响。但在 2021 年上半年，内销方面毛利率开始回升，且我们看到主营内销的子公司实现盈利。其中，内销又可分为线上销售、线下销售两种模式。

图 30：公司 2016-2021H1 不同业务渠道毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

费用分析

总体而言，公司以 ODM 为主，渠道费用较低。拆分公司历年费用，各项费用率均比较稳定。其中，

- 1) **销售费用率**：公司销售费用率在 2019 年达到 10.73%，而在 2020 年下降至 6.33%。2020 年由于疫情，差旅次数减少，同时关停 18 家直营店使销售费用大幅下降。这与公司 2020 年线上销售收入与占比增加的表现匹配；2021 年上半年销售费用率 6.66%，主要系新收入准则下包干费及运费列入营业成本。
- 2) **管理费用率**：公司管理费用保持平稳，由于营业收入逐年增加使管理费用率逐年下降。

- 3) **财务费用率**: 公司财务费用率始终保持较低水平, 2014-2021 年上半年分别为 0.46%、-0.40%、-1.11%、1.16%、-0.82%、-0.19%、1.35%、-0.08%。
- 4) **研发费用率**: 公司 2020 年研发费用较 2019 年大幅增长 177.49%, 主要系公司为适应疫情下的新需求, 增加对户外帐篷与装备新产品研发的投入力度所致; 2021 年上半年研发费用率 0.69%, 增长 337.47%, 主要系公司扩大市场而加大研发费投入所致。

图 31: 牧高笛 2016-2021H1 费用率结构 (%)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

2021H1 业绩迎来拐点, 自主品牌爆发式增长

公司历史表现稳健, 在 2021H1 迎来突破, 上半年实现总营收 5.38 亿元, 同比增长 43.80%; 实现归母净利润 5343 万元, 同比增长 41.82%。相较以往年份同期表现, 2021H1 的业绩表现尤为突出, 这样的高增长主要源于海外市场的稳定增长与国内景气爆发。

从外销业务看, 公司的客户主要来自欧美发达国家, 露营早已成为其生活方式。疫情前, 海外订单存在大小年变化趋势, 而这一规律在疫情后被海外消费者露营需求的增长打破。

从内销业务看, 一方面国内疫情率先缓和, 线下经营基本恢复正常, 使公司自主品牌收入较 2020H1 大增; 另一方面疫情下出境游受阻, 户外露营成为理想替代品, 公司着重发展户外露营装备的战略迎合了国内消费者需求, 从公司自主品牌业务表现可见一斑。2021H1 公司自主品牌产品销售收入达 1.23 亿元, 同比增长 86.53%; 子公司浙江牧高笛主要负责自主品牌户外产品的研发、设计、采购与销售, 其经营数据可代表牧高笛自主品牌的表现, 2021H1 浙江牧高笛实现净利润 519 万元, 是该公司自 2018 年以来首次盈利。相应地, 公司过去每个半年的存货周转率也在 2021 上半年达到最高点。

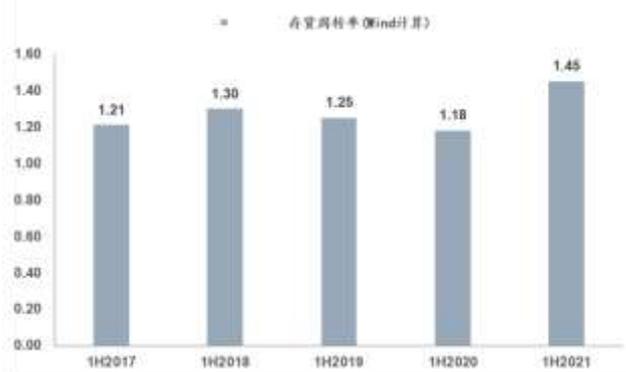
我们认为, 露营行业在国内渗透率较低, 目前正处于快速发展阶段, 牧高笛作为行业内的头部品牌, 其品牌盈利能力在 2021 年迎来拐点, 未来也有望持续。

图 32: 牧高笛 2017H1-2021H1 经营表现与增速 (百万元, %)



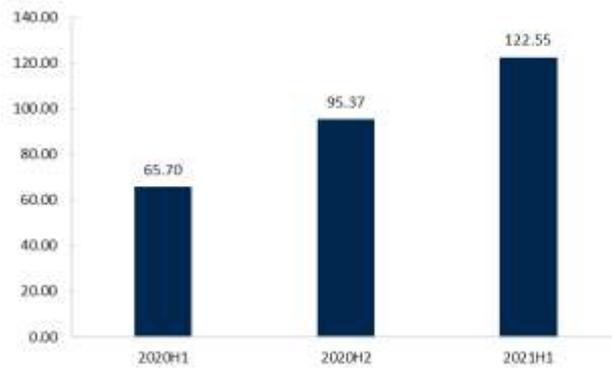
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 过去 5 个半年度牧高笛存货周转率 (次)



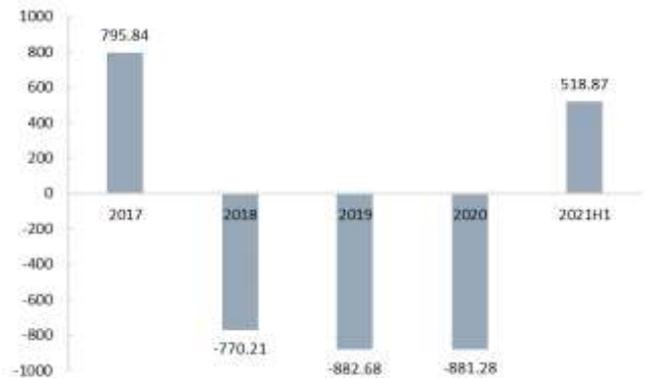
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2020H1-2021H1 牧高笛自有品牌产品收入情况 (百万元)



资料来源: 公司半年报, 国信证券经济研究所整理

图 35: 子公司浙江牧高笛 2017-2021H1 净利润 (万元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

- 1) **OEM/ODM 与其它业务:** 鉴于公司的海外客户主要集中在欧美等发达地区, 户外露营已经成为当地人生活的一部分, 因此我们预计公司的 OEM/ODM 与其它业务收入将维持平稳增长。同时考虑到公司对外贸易存在大小年规律, 预计 2021-2023 年公司该部分业务收入为 6.07 亿元、7.28 亿元、9.25 亿元, 对应增速分别为 26%、20%、27%。
- 2) **自主品牌业务:** 公司计划未来大力发展自主品牌业务, 增加户外设备在其中的占比, 并增加与电商的合作。同时考虑到疫情期间户外露营活动出圈、城镇化促进人们回归自然、双减政策三重因素影响, 需求或将爆发。预计 2021-2023 年公司该部分业务收入为 3.06 亿元、4.90 亿元、6.37 亿元, 对应增速分别为 90%、60%、30%。
- 3) **费用率:** 考虑到公司未来将增加与电商的合作, 销售费用率与管理费用率可能有所下降, 预计未来三年销售费用率为 5%、4.8%、4.5%; 管理费用率为 5%、5%、5%。公司按境外客户要求设计产品, 预计未来三年研发费用率将维持平稳, 分别为 2.8%、2.8%、2.8%。
- 4) **所得税率:** 假设未来税制与当前相同, 预计公司所得税率将在 24%-25% 左右。

表 8: 公司 2019-2023E 收入分拆预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	529.39	642.74	912.93	1217.93	1561.46
YOY(%)	-3.97%	21.41%	42.04%	33.41%	28.21%
毛利率%	28.17%	25.49%	26%	27%	26%
OEM/ODM 与其它业务	374.22	481.67	606.91	728.29	924.92
YOY (%)	-4.56%	28.71%	26%	20%	27%
毛利率%	24.65%	23.00%	22%	21.5%	21.5%
占比%	71%	75%	66%	60%	59%
自主品牌	155.18	161.07	306.03	489.64	636.53
YOY (%)	-2.51%	3.80%	90%	60%	30%
毛利率%	36.68%	32.94%	33%	34%	33.2%
占比%	29%	25%	34%	40%	41%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

基于以上假设与预测, 我们预计公司 2021-2023 年实现收入 9.13 亿元、12.18 亿元、15.61 亿元, 同比增长 42.04%、33.41%、28.21%; 实现归母净利润 0.89 亿元、1.24 亿元、1.55 亿元, 同比增长 93.38%、39.63%、24.97%; 对应 EPS 为 1.33 元/股、1.86 元/股、2.33 元/股。

公司的 OEM/ODM 业务比自主品牌业务的毛利率更低, 但由于自主品牌产品的销售以 to C 为主, 销售费用率将高与公司的 OEM/ODM 业务。基于此情况, 我们采用分部估值法进行盈利预测, 将公司收入拆分为 OEM/ODM 与其它业务、自主品牌业务两部分分别进行估值:

- 1) **OEM/ODM 与其它业务:** 预计公司 2021-2023 年该部分业务净利率分别为

12%、13%、12.6%，对应净利润 7283 万元、9468 万元、1.17 亿元。

2) **自主产品业务**：预计公司 2021-2023 年该部分业务净利率分别为 5.2%、6%、6%，对应净利润 1608 万元、2926 万元、3819 万元。

表 9：公司 2021-2023E 盈利预测表（百万）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	642.74	912.93	1217.93	1561.46
营业成本	478.90	678.42	894.87	1151.27
销售费用	39.31	45.65	58.46	70.27
管理费用	40.68	45.65	60.90	78.07
研发费用	21.39	25.56	34.10	43.72
财务费用	8.66	8.22	12.18	15.61
营业利润	58.82	116.78	162.55	206.27
利润总额	58.57	116.98	163.35	206.87
归属于母公司净利润	45.97	88.91	124.15	155.15
EPS	0.69	1.33	1.86	2.34
ROE	10%	18%	21%	23%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所预测

表 10：公司分渠道业务表现与预测（百万元，%）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
OEM/ODM 与其它业务收入	266.21	323.82	392.12	374.22	481.67	415.00	606.91	728.29	924.92
OEM/ODM 与其它业务净利润	35.97	42.09	48.89	49.61	54.79	48.24	72.83	94.68	116.70
OEM/ODM 与其它业务净利率	13.51%	13.00%	12.47%	13.26%	11.37%	11.62%	12.00%	13.00%	12.62%
自主产品业务收入	164.54	192.14	159.17	155.18	161.07	122.55	306.03	489.64	636.53
自主产品业务净利润	11.52	7.96	-7.70	-8.83	-8.81	5.19	16.08	29.26	38.19
自主产品业务净利率	7.00%	4.14%	-4.84%	-5.69%	-5.47%	4.23%	5.20%	5.98%	6.00%

资料来源：牧高笛年报与半年报，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性与悲观三种假设，我们给予的业绩预测为中性预测，乐观、悲观预期则分别体现订单量超预期和低于预期的结果，在乐观假设下，订单量比中性预测高出 10%，从而带来规模效应下的利润率提升；悲观假设下，利润率将随订单量共同下调。

盈利预测情景分析
表 11：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	529.39	642.74	939.95	1285.38	1684.19
(+/-%)	-4.0%	21.4%	46.2%	36.7%	31.0%
净利润(百万元)	40.79	45.97	158.85	222.36	286.04
(+/-%)	-0.98%	12.72%	245.5%	40.0%	28.6%
摊薄 EPS	0.61	0.69	2.38	3.33	4.29
中性预测					
营业收入(百万元)	529.39	642.74	912.93	1217.93	1561.46
(+/-%)	-3.97%	21.41%	42.04%	33.41%	28.21%
净利润(百万元)	40.79	45.97	88.91	124.15	155.15
(+/-%)	-0.98%	12.72%	93.38%	39.63%	24.97%
摊薄 EPS(元)	0.61	0.69	1.33	1.86	2.33
悲观的预测					
营业收入(百万元)	529.39	642.74	885.91	1152.28	1444.80
(+/-%)	-3.97%	21.41%	37.8%	30.1%	25.4%
净利润(百万元)	40.79	45.97	26.56	40.35	47.97
(+/-%)	-0.98%	12.72%	-42.2%	52.0%	18.9%
摊薄 EPS	0.61	0.69	0.40	0.61	0.72
总股本(百万股)	67	67	67	67	67

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值法对公司进行估值，因此假设是可比公司的估值水平处在合理区间，此方法可能未充分考虑市场给予该行业的溢价，因此可能可比公司的估值水平较高。

盈利预测的风险

公司未来三年盈利预测的准确度基于以下几点：1) 行业需求充沛，国人对户外运动的热情持续；2) 公司自主品牌端渠道运营健康，公司在行业中头部品牌的地位维持强势甚至有所提升；3) 海外景气度保持较高水平。

经营风险

国内疫情反复、品牌影响力不足、一二线城市实体店房租成本高等因素，对公司线下零售商的销售造成影响。

公司更换产品设计团队，可能引起研发与管理费用的增加；公司计划着重发展国内品牌，可能需要参与更多展会以及开设更多线下体验店进行宣传，引起销售费用的增加。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	240	428	275	180	营业收入	643	913	1218	1561
应收款项	70	82	200	257	营业成本	479	678	895	1151
存货净额	301	221	289	340	营业税金及附加	3	4	5	6
其他流动资产	30	46	61	78	销售费用	39	46	58	70
流动资产合计	918	776	825	855	管理费用	41	72	95	122
固定资产	35	186	290	343	财务费用	9	8	12	16
无形资产及其他	11	10	110	310	投资收益	7	11	10	10
投资性房地产	13	13	13	13	资产减值及公允价值变动	19	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(39)	0	0	0
资产总计	976	985	1238	1520	营业利润	59	117	163	206
短期借款及交易性金融负债	289	96	128	171	营业外净收支	(0)	0	1	1
应付款项	196	265	365	459	利润总额	59	117	163	207
其他流动负债	45	118	155	198	所得税费用	13	28	39	52
流动负债合计	530	479	649	829	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	46	89	124	155
其他长期负债	6	8	11	12					
长期负债合计	6	8	11	12	现金流量表 (百万元)				
负债合计	536	488	660	841	净利润	46	89	124	155
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	5	38	26	20
股东权益	440	498	578	679	折旧摊销	6	10	21	28
负债和股东权益总计	976	985	1238	1520	公允价值变动损失	(19)	0	0	0
					财务费用	9	8	12	16
					营运资本变动	(17)	235	(36)	33
					其它	(5)	(38)	(26)	(20)
					经营活动现金流	16	335	109	217
					资本开支	(30)	(200)	(250)	(300)
					其它投资现金流	(97)	277	0	0
					投资活动现金流	(127)	77	(250)	(300)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(55)	(31)	(43)	(54)
					其它融资现金流	384	(193)	32	43
					融资活动现金流	275	(224)	(11)	(12)
					现金净变动	164	188	(153)	(95)
					货币资金的期初余额	75	240	428	275
					货币资金的期末余额	240	428	275	180
					企业自由现金流	23	132	(140)	(79)
					权益自由现金流	407	(67)	(117)	(48)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.69	1.33	1.86	2.33
每股红利	0.82	0.47	0.65	0.81
每股净资产	6.60	7.46	8.67	10.19
ROIC	18%	23%	28%	22%
ROE	10%	18%	21%	23%
毛利率	25%	26%	27%	26%
EBITMargin	13%	12%	14%	14%
EBITDAMargin	14%	14%	15%	15%
收入增长	21%	42%	33%	28%
净利润增长率	13%	93%	40%	25%
资产负债率	55%	49%	53%	55%
息率	2.3%	1.3%	1.8%	2.3%
P/E	52.2	27.0	19.3	15.5
P/B	5.5	4.8	4.2	3.5
EV/EBITDA	33.8	23.3	16.6	13.5

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032