

2021年11月11日

露营风在起，内销业务迎来改善弹性

牧高笛 (603908)

主要观点：

短期来看，（1）公司 Q3 外销主要由于基数影响，目前排单已至 22H，未来有望稳健增长；（2）疫情后精致露营兴起，有望带动帐篷销售持续高增，大牧 21 年前三季度同比增长 147%，且不排除双十一有望超预期。中长期来看，目前内/外销收入占比 3:7，未来内销占比有望过半、叠加净利率改善至 15%以上。预计 2021-23 年收入为 9.15/12.4/15.19 亿元、归母净利润为 0.82/1.24/1.59 亿元、对应 EPS 分别为 1.23/1.86/2.39 元、2021 年 11 月 10 日收盘价为 28.77 元对应 21-23 年 PE 分别为 23/15/12X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 45 元（分部估值给予 22 年代工业务 20X+品牌业务 30X）。

► 疫情后露营成为生活方式，产品量价齐升

我们分析，（1）疫情后，群体性活动减少、而个体活动增多，带动徒步露营向精致露营（Glamping）转变；（2）露营活动的“氪金”属性明显：一方面，精致露营帐篷价格高于传统帐篷；另一方面，品类拓展明显，将室内的生活体验搬到户外带动客单价增长。我们测算，假设 1 个营地可容纳 200 顶帐篷（相当于 200 个家庭）、单个家庭消费 5000-1 万元，按每周末 1 次，目前国内约 2000 个营地，从而露营市场容量约为 1000-2000 亿元。调研公司 Report Linker 预计到 2027 年中国露营设备市场将达到 159 亿美元，CAGR9.1%。

► 品牌业务：大牧维持高增，小牧调整后重启开店

相较其他帐篷品牌，大牧优势在于高性能、高颜值、且性价比高，冷山系列已迭代至第 5 代，未来纪元系列、Linefriends 系列有望成为爆款。目前品牌从以帐篷销售为主拓展到周边产品，帐篷占比降至 40%左右。小牧未来定位露营服装，渠道调整后重启开店。

► 代工业务：未来孟加拉扩产带动稳健增长

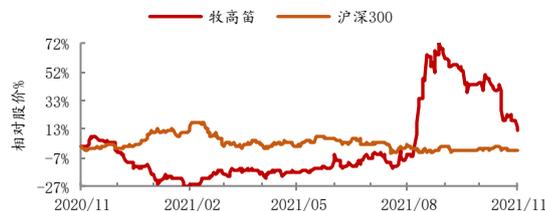
目前公司拥有国内、越南、孟加拉三大生产基地。根据往年订单梳理，我们估计目前迪卡侬占到公司代工业务收入的 50%以上。Q3 外销收入和净利放缓主要由于疫情导致 20Q2 高毛利的北半球货品发货延迟至 Q3，从而基数较高，未来外销有望保持稳健增长。

风险提示

大牧销售低于预期；疫情影响代工出口业务；系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	45
最新收盘价：	28.77
股票代码：	603908
52 周最高价/最低价：	45.8/18.99
总市值(亿)	19.19
自由流通市值(亿)	19.19
自由流通股数(百万)	66.69



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529	643	915	1,240	1,519
YoY (%)	-4.0%	21.4%	42.4%	35.5%	22.5%
归母净利润(百万元)	41	46	82	124	159
YoY (%)	-1.0%	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%
毛利率 (%)	28.2%	25.5%	24.6%	26.6%	27.8%
每股收益 (元)	0.61	0.69	1.23	1.86	2.39
ROE	9.2%	10.5%	15.7%	19.2%	19.8%
市盈率	47.16	41.70	23.33	15.47	12.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况：外销为主，内销品牌未来有望占比提升	4
1.1. 历史回顾：2021H 受益于露营兴起，大牧增长接近翻倍	4
1.2. 股权结构：控股股东持股比例接近 65%，大股东未减持过	7
1.3. 资本市场：PE 估值在 21-35 倍波动	7
2. 行业分析：疫情后露营成为生活方式，产品量价齐升	9
2.1. 市场规模：露营市场规模约 1000-2000 亿元	9
2.2. 竞争格局：牧高笛帐篷兼具性价比、设计、材质优势	11
3. 大牧：帐篷高增，未来内销收入和净利率有望双升	14
4. 小牧：渠道调整后重启开店，未来转型露营轻奢风	16
5. 代工：受益海外疫情订单转移，未来有望保持稳健增长	17
6. 投资建议	20
7. 风险提示	21

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润（亿元）	4
图 2 历年公司毛利率、净利率	4
图 3 历年外销、品牌业务收入及增速（亿元）	5
图 4 历年品牌业务分品牌收入及增速（亿元）	5
图 5 历年外销及品牌业务分渠道收入占比	5
图 6 历年内销分渠道收入占比	5
图 7 历年分渠道毛利率	5
图 8 历年品牌业务分渠道毛利率	5
图 9 历年费用率	6
图 10 历年外销、品牌历年净利率	6
图 11 牧高笛自上市至今股价走势（前复权）	8
图 12 牧高笛 PE BANDS	8
图 13 中国户外用品零售总额及增速（亿元）	9
图 14 2015-2019 年中国路营地数量（个）	10
图 15 2017-2021 年露营地相关企业数量（个）	10
图 16 历年直营、加盟店数及增速（家，%）	17
图 17 历年直营店效、加盟单店出货及增速（万元）	17
图 18 历年帐篷产量（万件）及增速	19
图 19 外销 OEM/ODM 收入及收入增速（亿元，%）	19
图 20 历年帐篷产量（万件）及增速	19
图 21 外销 OEM/ODM 收入及收入增速（亿元，%）	19
表 1 大事记	6
表 2 前十大股东（单位：股）	7
表 3 精致露营代表产品价格	10
表 4 牧高笛 OEM/ODM 业务国内同行业公司对比	11
表 5 近 30 天牧高笛和挪客淘宝旗舰店经营情况	12
表 6 竞争对手对比	12
表 7 2021 年 6 月户外/登山帐篷品牌排行榜	14
表 8 公司爆款产品	15
表 9 牧高笛小牧品牌主要产品	16
表 10 牧高笛客户	18
表 11 前五大客户情况	18
表 12 收入拆分	20
表 13 可比公司估值	21

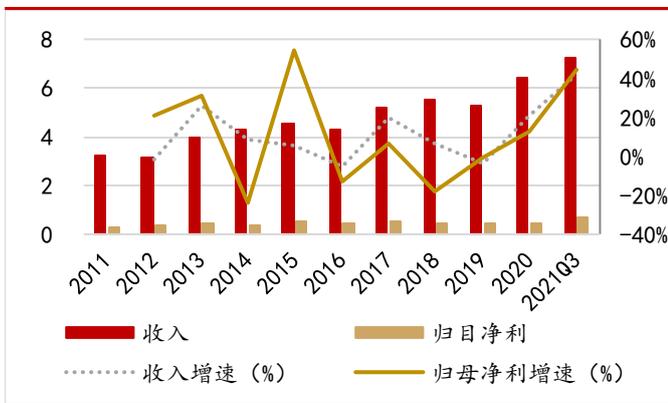
1. 公司概况：外销为主，内销品牌未来有望占比提升

1.1. 历史回顾：2021H 受益于露营兴起，大牧增长接近翻倍

牧高笛成立于 2003 年，主营露营帐篷、户外服饰及其他户外用品，从单一帐篷发展到打造“户外生活方式”，品牌名称来自“做草原、湖泊等自然界的移动花园”。公司自 2018 年来聚焦帐篷等露营设备，2020 年牧高笛品牌帐篷累计销量超 13.3 万顶。2020 年公司收入/净利分别为 6.43/0.46 亿元。收入分拆来看，2020 年外销代工/内销品牌收入占比分别为 75%/25%、增速分别为 29%/4%；其中内销中大牧（帐篷）/小牧（服装）分别占比为 53%/47%。公司拥有国内、越南、孟加拉三大生产基地，2020 年帐篷/服装产量为 173.28 万件/109.6 万件。

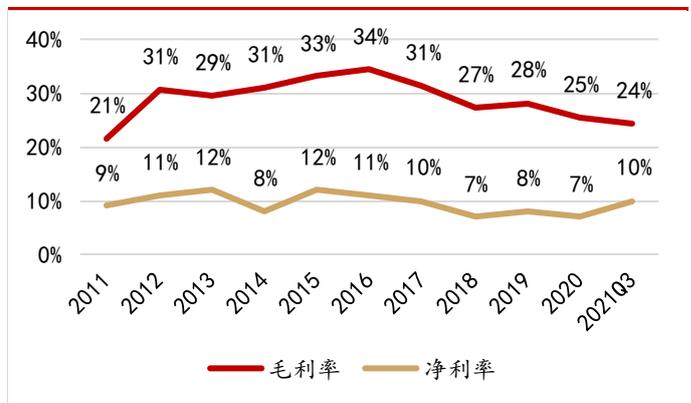
历史回顾来看，2011-2020 年公司收入/归母净利年复合增长率为 8%/5%，其中外销代工/内销品牌收入 CAGR 分别为 8%/7%。（1）外销：公司外销以欧洲和大洋洲为主，2013 年增长 21% 主要由于欧债危机后复苏；2016 年下滑主要由于俄罗斯经济下滑、导致俄罗斯客户订单量大幅减少；2017 年增长 22% 主要由于扩产，公司新建越南海阳省生产基地、扩建孟加拉 Ishwardi 出口加工区及江西鄱阳生产基地；2019 年为采购小年、外销下滑 4%。（2）内销：2014-2016 年受行业库存危机影响，公司优化销售渠道、调整信用政策，自有品牌业务增速放缓。2021H1 受益于疫情后露营需求旺盛带动，公司收入/净利 5.38/0.53 亿元、同比大幅增长 43.80%/41.82%，其中外销/内销收入增速分别为 35%/87%。

图 1 历年公司收入、归母净利（亿元）



资料来源：Wind、华西证券研究所

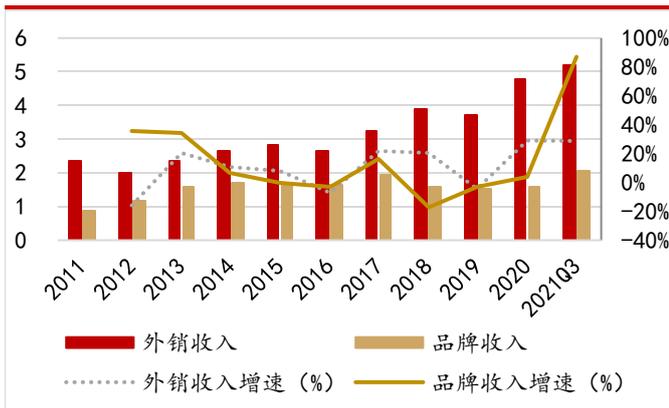
图 2 历年公司毛利率、净利率



资料来源：Wind、华西证券研究所

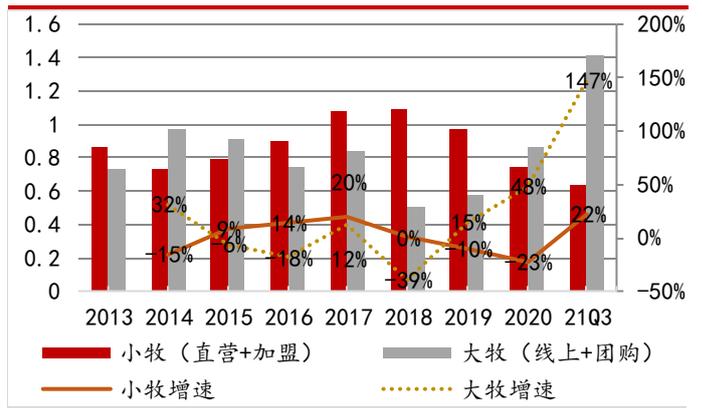
进一步分拆内销来看，大牧（线上+团购）、小牧（直营+加盟）13-20 年收入 CAGR 分别为 2%/-2%，（1）大牧：15 年后开始调整，2019 年大牧开拓政府、企业、海外新渠道，收入同比增长 15%，2020 年疫情带动露营需求火爆、收入同比大幅增长 48%，2021 年前三季度增长 147%；（2）小牧：2014 年公司关店叠加调整信用政策，小牧业务下降 15%；2015 年次新店爬坡、收入增长 9%；2016 年公司重启净开店、2017 年店数达到历史高点 389 家，带动 2 年收入均双位数增长，2018-2020 年公司持续优化渠道、收入 CAGR 为-17%。

图3 历年外销、品牌业务收入及增速（亿元）



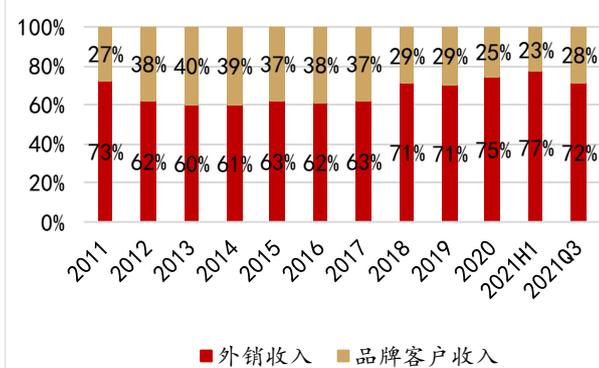
资料来源：Wind、华西证券研究所

图4 历年品牌业务分品牌收入及增速（亿元）



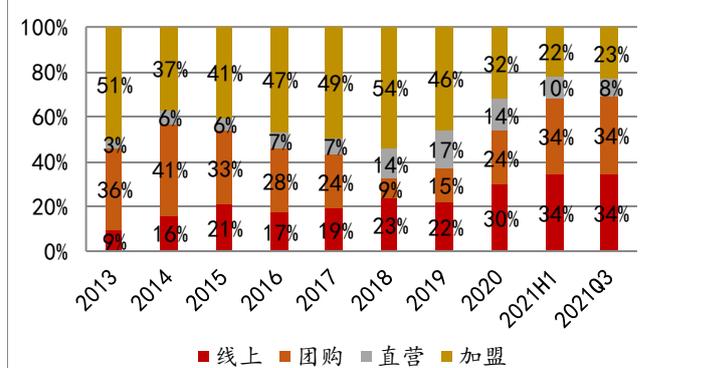
资料来源：Wind、华西证券研究所

图5 历年外销及品牌业务分渠道收入占比



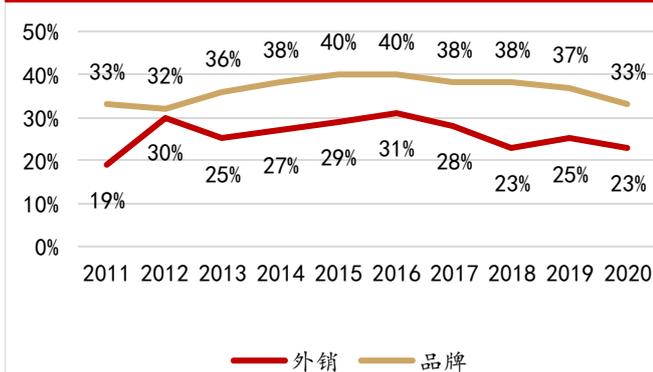
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 历年内销分渠道收入占比



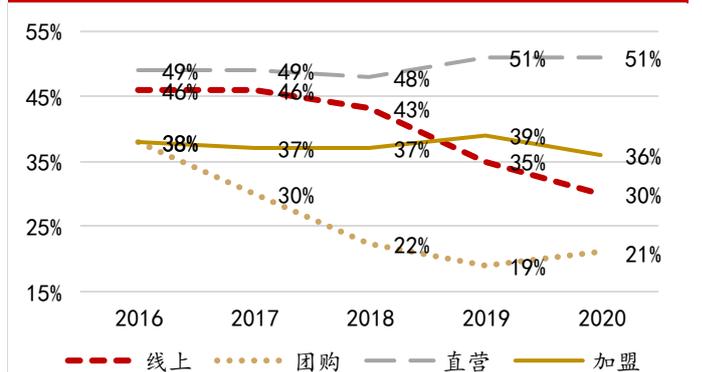
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图7 历年分渠道毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所。

图8 历年品牌业务分渠道毛利率

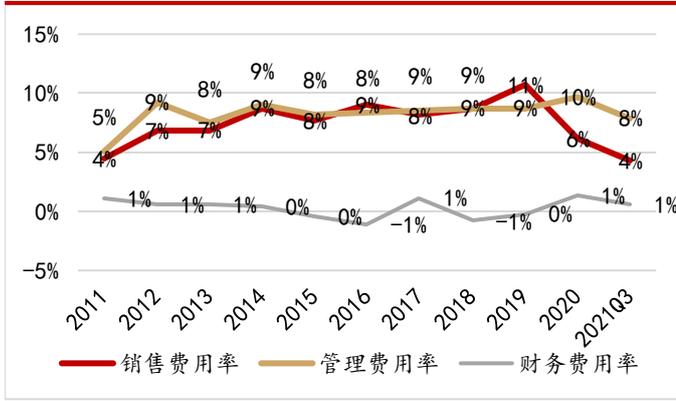


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司毛利率在21%-34%之间波动，净利率在7%-12%波动。分拆来看，(1) 外销毛利率在32-40%波动、净利率在11-17%波动：主要受汇率波动（2015、2016年受人民币贬值影响毛利率提升）、原材料价格变动（2012年原材料价格大幅下跌使得

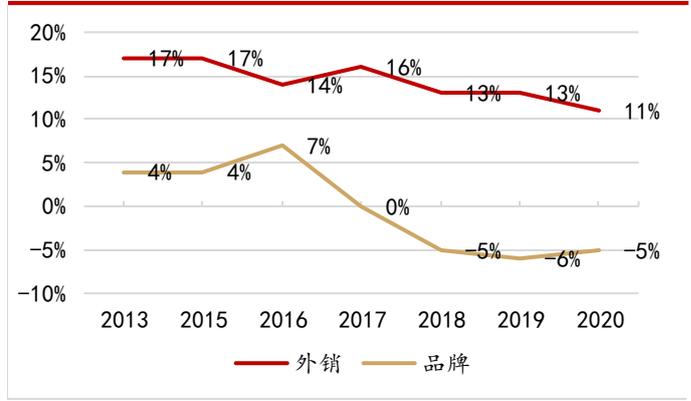
毛利率提升)、新建产能爬坡影响(2017、2018年);(2)内销毛利率在19-31%波动、净利率在-6%至+7%波动,毛利率下降主要由于大牧毛利率下降,小牧相对稳定。净利率主要受品牌投入费用率提升(2014年自主品牌业务的电子商务、自营渠道投入增加,2016-2019年开店费用增加)、资产减值损失影响。

图9 历年费用率



资料来源:公司公告,华西证券研究所

图10 历年外销、品牌历年净利率



资料来源:公司公告,华西证券研究所。注:品牌业务净利率由浙江牧高笛净利率估算而得,外销业务净利率由总体净利率和品牌业务净利率估算而得。

表1 大事记

时间	大事记
2003	冷山帐篷面世,产品开始进入国内市场
2004	成立衢州龙游勤达生产基地
2006	2006年10月31日,牧高笛公司在浙江衢州注册,2007年成立衢州天野生产基地
2009	推出牧高笛服装产品
2011	牧高笛成功签约著名影星何润东,成为中国户外行业第一个与明星签约的品牌,同时与《藏地密码》、《寻龙诀》等影视作品合作。
2012	牧高笛与国际露营联合会(FICC)签订战略合作协议,展开全面合作。
2013	牧高笛独家冠名赞助中国地质大学户外队。“牧高笛户外队”将参加各项国际户外运动赛事及国内A级户外运动赛事。 开设天猫旗舰店。
2014	孟加拉国生产基地投产 开设两家自营一站式体验店
2015	2015年3月30日,京东自营店开业
2017	公司上市;赞助上海交通大学安泰EMBA光明之队蝉联戈壁挑战赛冠军;越南工厂投产。
2018	推动品牌升级,划分大牧品牌和小牧品牌分事业部运营,大牧品牌面向专业户外人群,小牧品牌面向泛户外人群。
2019-2020	改革年,针对精致露营加大了产品开发力度、更换了小牧团队、进行年轻化设计、拓展了其他配件(户外家具等),联名Linefriends,营销上和营地、小红书、汽车品牌合作
2021	帐篷销售火爆,前三季度大牧增长147%

资料来源:公司公告,华西证券研究所

1.2. 股权结构：控股股东持股比例接近 65%，大股东未减持过

公司前两大股东宁波大牧投资有限公司（控股股东为陆瞰华）与浙江嘉拓投资管理有限公司（控股股东为陆瞰峰）的控股股东为兄弟关系，签署了《一致行动协议》，同为公司实控人，截至 21Q3 分别持股 53.14%/11.63%，大股东上市以来从未减持过，二股东由 12.3% 减持至 11.63%（2020 年减持 44.37 万股、均价 25.66 元）。

公司 2017 年上市解禁后，2018 年 6-12 月浙江红土创业投资有限公司、深圳市创新投资集团有限公司、杭州红土创业投资公司等小非分别减持 74.4 万、13.7 万、9 万股，均价分别为 22.10、20.23、20.11 元；2019 年 1-7 月继续分别减持 69.9 万、23.3 万、18 万股，均价分别为 24.32、25.63、25.20 元，分别剩余 157.4 万、95.3 万、65.6 万股，持股从 1.98%/4.56%/1.39% 至 21Q3 已不在前十大股东之列。

表 2 前十大股东（单位：股）

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
宁波大牧投资有限公司（控股股东陆瞰华）	3,544	53.14%
浙江嘉拓投资管理有限公司（控股股东陆瞰峰）	776	11.63%
广发盛锦混合型证券投资基金	149	2.23%
中银收益混合型证券投资基金	127	1.91%
广发利鑫灵活配置混合型证券投资基金	70	1.05%
高盛集团	64	0.96%
张吟晨	32	0.48%
华泰金融控股(香港)有限公司	32	0.47%
中银主题策略混合型证券投资基金	30	0.46%
融通动力先锋混合型证券投资基金	30	0.44%
合计	4,853	72.77%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 资本市场：PE 估值在 21-35 倍波动

2017 年上市至今（截至 2021 年 11 月 9 日），公司股价上涨 103%，跑赢沪深 300 指数 63PCT，目前市值为 20 亿元。公司自上市以来累计融资金额（按增量负债计算间接融资）3.83 亿元、累计现金分红金额 1.83 亿元。

回顾公司历史股价表现，我们分为两个阶段：

(1) 2017-2018 年：公司上市时募投项目大力发展品牌业务、估值得到提升、受到资金追捧，2017-2018 年虽然代工板块受扩产能影响保持增长，但品牌业务表现不及预期，股价历史最低对应 PE28X。

(2) 2019 至今：最低估值对应 PE21X，最高估值对应 PE35 倍。21 年 2 月 6 日在股价跌至历史次低点后，公司公告控股股东进行约定购回式证券交易，大牧投资将持有的 70 万股无限售流通股与国泰君安进行了约定购回式证券交易，且控股股东及其一致行动人、董事、监事、高级管理人员未来 12 个月承诺不主动减持。

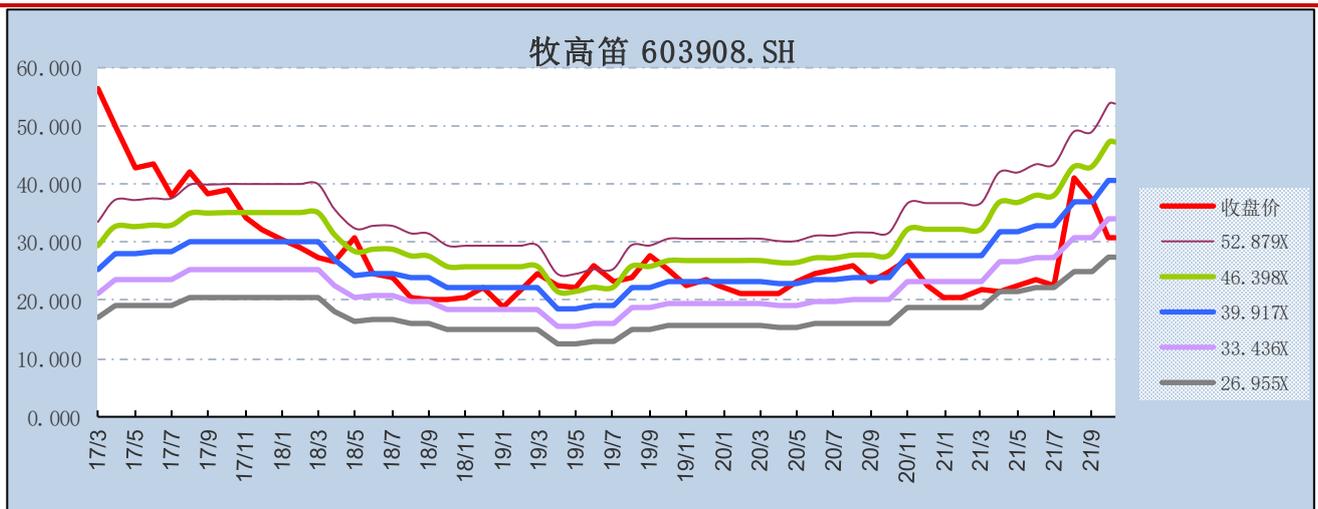
今年8月3日国务院发布最新《全民健身计划(2021—2025年)》，在此前《全民健身计划(2016-2020年)》的基础上，进一步将更多体育项目纳入推广名单，新增篮球和排球作为重点推广项目，同时将促进体旅融合，普及推广冰雪、山地户外、航空、水上、马拉松、自行车、汽车摩托车等户外运动项目。受此主题带动，公司股价持续上涨；而疫情后受国内外露营活动兴起、带动帐篷销售火爆，公司21年中报超预期，特别是大牧+174%，股价最高涨至45.8元(21/9/6)、对应21/22 PE分别为35/25倍；而此后由于三季度报中外销高基数影响，尽管内销仍维持87%高增，但外销仅增长12%，股价回落。

图 11 牧高笛自上市至今股价走势（前复权，元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 12 牧高笛 PE BANDS



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 行业分析：疫情后露营成为生活方式，产品量价齐升

2.1. 市场规模：露营市场规模约 1000-2000 亿元

2002-2012 年，国内户外用品的零售总额从 3 亿元快速增长至 145 亿元规模，10 年 CAGR 约 47%；随后行业进入去库存阶段。长期来看，据中国户外联盟统计，截至 2019 年 11 月 30 日我国每年有 1.3 亿人参与徒步旅行、休闲户外运动，占总人口的 9.5%，有 6000 万人参与登山、攀岩、徒步等运动，占总人口的 4.38%，但与美国 50% 的户外运动参与率差距较大。从人均消费看，我国户外活动年度人均消费额不足 20 元，而欧美和亚洲发达国家的人均消费额均在 300-800 元之间。

户外用品中，服装/工具/露营装备/鞋靴占比 45%/22%/18%/13%。在《2021 健康减脂消费趋势报告》中，基于京东消费大数据，3 月运动户外相关品类商品中，冰上运动、游泳用品、滑雪运动及体育用品销量同比增长 461%、349%、超 100%，高于运动服饰销量增幅 52%，户外运动和极限运动相关品类比鞋服有更高的增长速度。

图 13 中国户外用品零售总额及增速（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们分析，露营市场量价齐升的特点显著：

(1) 疫情后，群体性活动减少、而个体活动增多，带动徒步露营向精致露营 (Glamping) 转变：国外来看，据美国营地协会 (KOA) 于 20 年 10 月底发布的《北美露营报告》显示，21% 的休闲旅行者在 2020 年夏天进行了露营旅行，42% 的人仍计划 (2020 年 10 月及之后) 进行露营旅行，59% 被调查者认为营地露营是最安全的旅行类型。国内来看，既能亲近自然享受户外活动、又能保持安全社交距离的露营从小众群体的专属变成了新的旅游风向，2020 年国内露营人数达 3.6 亿次，其中精致露营占到总露营人数的 20%，人群集中于 21-45 岁、19-33 岁占 80%，以年轻一代和年轻家庭占主导。根据天猫露营报告显示，2020 年 3-4 月天猫露营相关产品的销售增速超过 200%；迪卡侬 21Q1 露营产品收入同比增长 21%、相较于 2019 年同期增长 47%。

(2) 露营活动的“氪金”属性明显：一方面，精致露营帐篷以白日活动为主，由于分享性强而更加注重颜值，由于轻奢帐篷往往开车携带、重量和面积较传统帐篷提升，从而价格 (3000-4000 元) 较传统的帐篷 (500-1000 元) 更高；另一方面，品类拓展特点明显，精致露营爱好者会将室内的生活体验通通搬到野外、带动客单价增长：包括咖啡、美食、音乐、精酿啤酒等，或搭配钓鱼、烧烤等活动，

除帐篷外、露营相关产品需求也出现大幅增长，我们测算如果全套配备帐篷、气垫、桌椅、烤炉等，全套价格在 5000-1 万元。据穷游网数据显示，2020 年户外旅游热度持续上涨，其中露营热度增长了 303.5%。据小红书显示，2021 年小红书关于露营的笔记高达 31 万多条，上半年小红书露营的搜索量同比增长 428%。

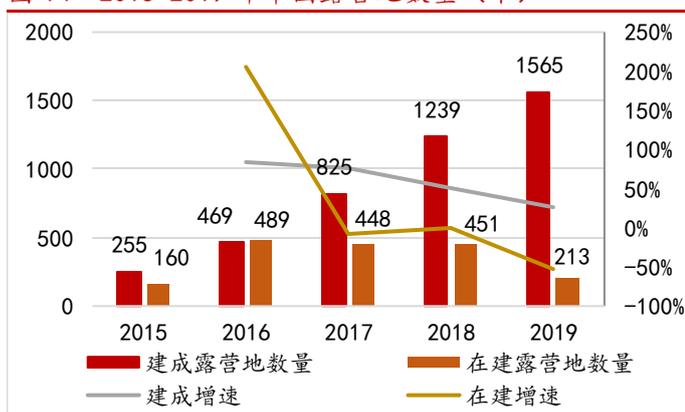
(3) 奢侈品牌 (LV、Prada、Fendi 等)、化妆品品牌、手表品牌陆续推出露营服装、或引入露营元素，引领露营成为时尚趋势。

从营地的发展来看，国内露营产业刚刚走过导入期，目前供不应求：2015 年以来，我国建成营地数量以接近每年翻倍的数量增长，2018 年已建成露营地 1239 个、在建 451 个，共计 1690 个。

而就帐篷来看，2016 年我国帐篷行业市场规模约为 34.7 亿元，2019 年市场规模达到 41.8 亿元，同比增长 5.82%；2020 年受新冠疫情的影响，市场规模降至 40.6 亿元。

因此，我们测算，假设 1 个营地可容纳 200 顶帐篷（相当于 200 个家庭）、单个家庭消费 5000-1 万元，按每周末 1 次，我们估计目前国内约 2000 个营地，从而露营市场容量约为 1000-2000 亿元。调研公司 Report Linker 预计到 2027 年中国露营设备市场将达到 159 亿美元，CAGR9.1%。

图 14 2015-2019 年中国露营地数量 (个)



资料来源：露营天下，华西证券研究所

图 15 2017-2021 年露营地相关企业数量 (个)



资料来源：露营天下，华西证券研究所

表 3 精致露营代表产品价格

产品	产品名称	发布价格 (元)
	Snow Peak 雪峰户外露营帐篷 3-6 人多规格双层防雨加厚防风寝室帐篷	2469-4649
	美国 Springbar 春日账户外精致露营 Class Jack100 帐篷 6 人账 杰克 100 经典款 classic Jack100	6000-9000

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	Mounthiker 户外露营印第安金字塔自动帐篷遮阳 防晒双层防雨尖塔帐	1699-1999
	牧高笛 (MOBIGARDEN) Glamping 户外轻奢露营家 庭大空间防风防雨加厚棉布帐篷纪元 230NX20561037 象牙白	2000-3000
	蒙古包印第安精致帐篷户外豪华大型别墅防暴雨 露营加厚棉布金字塔	2299-3499
	日本雪峰 SnowPeak 户外露营折叠便携式卡式炉瓦 斯炉 GS-600	248-1018

资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.2. 竞争格局：牧高笛帐篷兼具性价比、设计、材质优势

(1) 在 ODM/OEM 业务中，公司的主要竞争对手包括天津环球休闲用品有限公司、上海洋帆实业有限公司等露营帐篷类专业代工出口企业。公司 OEM/ODM 业务销售收入主要以境外销售为主，2020 年公司国外地区收入达到 4.81 亿元，毛利率 23.04%。根据中国海关出口统计数据，2014/2015 年公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名分别为第 3/2 位。

表 4 牧高笛 OEM/ODM 业务国内同行业公司对比

名称	成立时间	性质	主要经营产品
牧高笛	2006 年	专业从事露营帐篷、户外服饰及其他户外用品研发设计、生产和销售的企业	OEM/ODM 模式以公司自主生产露营帐篷为主
上海洋帆实业有限公司	1988 年	国内专业生产户外运动休闲系列用品的民营企业	4 大产品系列：(1) 帐篷：登山帐篷 (MOUNTAIN TENT)、家庭系列 (DELUX FAMILY&FAMILY TRAVEL)；(2) 箱包：帆布背包 (RUCKSACK)、超轻背包、气囊背包；(3) 睡袋：信封型睡袋、妈咪型睡

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

天津环球制品股份有限公司	1999 年	工贸一体化综合型进出口公司	袋；(4) 服装：滑雪衣、休闲系列 (LIFE)、DOWN 系列、冲锋衣
			3 大系列产品：旅游帐篷、睡袋、服装

资料来源：公司招股书，华西证券

(2) 从帐篷品牌来看，1) 相比于高端产品，牧高笛在性能不输的条件下、性价比更优；黑鹿走传统路线，目前不温不火；大白熊、Snowpeak、DOD 国外品牌溢价不高，且国外品牌对国内反应较慢、上新慢，尚未重视到国内由传统露营向精致露营的转变、更不用说颜值年轻化设计；迪卡侬则以欧洲款为主、以入门级产品为主；2) 相比于小众品牌，牧高笛产品更齐全、有完善的露营周边体系、可以在露营空地上打造度假村；且在行业低迷的前几年，很多品牌砍掉了帐篷，而公司始终坚持、聚焦在这一品类。

公司主要国内竞争对手是挪客 (Naturehike)，但挪客以跨境电商起家，而牧高笛更注重用品牌、场景方式做解决方案，且在年轻化方面更加注重颜值设计。根据天猫数据显示，截至 2021 年 11 月 8 日，挪客淘宝旗舰店和牧高笛旗舰店近 30 天销量分别为 1.2/7.81 万件，销售额分别为 397/1717 万元，平均成交价分别为 330/220 元，牧高笛销量远高于挪客。

根据《新商业情报 NBT》在 ISPO 展会上的调研数据，目前挪客国内/海外收入占比各一半，仅天猫单个渠道的年销售额接近 1 亿元，平均利润率在 20% 左右；牧高笛线上规模和挪客接近，21Q3 前三季度线上收入 0.71 亿元、线上毛利率在 40% 左右。

表 5 近 30 天牧高笛和挪客淘宝旗舰店经营情况

	销售额 (万元)	销量 (万件)	平均成交价 (元)
牧高笛	1716.76	7.81	219.91
挪客	396.92	1.20	330.11

资料来源：淘宝，华西证券（注：截至 2021 年 11 月 10 日）

表 6 竞争对手对比

	品牌	品牌成立时间	品类	价格带 (元)	产品介绍
高端品牌	snowpeak (日本)	1958	帐篷	1569-17900	防水、采光性能好，可以将客厅帐与寝室帐连接
			炊具、灯具等用品	炊具/锅具 229-1199，炉具 819-3009，灯 349-819，桌椅 239-3780	以钛材质制造炊具，炊具、灯具等以超轻重量和精致外形著称
	Nordisk 大白熊 (丹麦)	1967	帐篷	1479-18409	北欧风，搭建方便，轻便，面料科技，透气防紫外线，韧性好
			炊具、桌椅等	59-1249	设计时尚，轻便、手感好
coleman (美国)	1901	炊具	369-429	主打户外熏烤箱，紧凑便携	
		灯具	595-849	主打复古燃气灯，点火方便、稳定安全，照明时间长，防水性好	

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		保温箱	338-593	保温时间长，可保温三天
		灯具	127-583	以煤油灯为主。400 瓦特的超高照明亮度再加上黄铜制做的灯身，在多次使用之后的斑驳之感还有着一番复古的味道，灯罩采用德国大厂 SCHOTT 的产品。
	Petromax	1910 户外炊具和炉具	173-2603	Petromax 户外炊具几乎包含室内厨房所拥有的一切器具，包括铁锅、咖啡壶、餐盘、铁质烧烤架、烧烤炉、铝合金煮水壶、神盾火箭炉、不锈钢焚火台等。
		生火器材		系列器材中有中心火焰温度高达 1300℃的超级防风喷枪，以及木条生火组、强力起火种等燃火产品。
	黑鹿	2008 帐篷	359-3999	空间大，模块化设计，一帐多用，方便帐内野餐野炊；
		桌椅	59-1199	方便、舒适、承重好
	DOD (日本)	2008 帐篷	1098-8800	设计潮流、年轻化；帐篷可以与其他帐篷或天幕连接；产品种类丰富，功能各异，如 RENKON TENT 可以在帐篷内点篝火
中端品牌		帐篷	549-4999	以轻奢露营为主，包含冷山系列、纪元系列、Line Friends 联名系列。
	牧高笛	2003 桌椅	49-699	铝合金系列、实木系列、linefriends 联名系列
		炊餐具	39-259	部分产品使用钛材质，轻便耐用；火力采用防风、高功率、安全设计；炊具使用氧化镀层，户外环境下更加耐用
	凯乐石	2003 帐篷	998-6007	蝶影三季野营帐以一人帐篷为主，秋梦、春晖三季野营帐以双人帐篷为主，另外还有高山帐和蜻蜓隧道帐篷。
性价比品牌	火枫	2003 灯具	149	主要照明产品为便携式小桔灯气灯
		户外炊具和炉具	57-567	炊具主要包括炒锅、煎锅、烤盘以及不锈钢煮锅筒便携易携。
	自由之魂	2011 帐篷	256-1278	按人数分分为单人帐、双人帐、三人帐、四人及以上帐；按照海拔划分为中低海拔适用、中海拔适用和高海拔适用。同时品牌还经营天幕产品。

资料来源：淘宝店铺数据，华西证券

表 7 2021 年 6 月户外/登山帐篷品牌排行榜

排名	品牌	交易指数	交易增长幅度	支付转化指数
1	探险者	685516	25.91%	791
2	南极人	531741	10.05%	814
3	Naturehike	485740	76.17%	364
4	Came/骆驼	469825	12.94%	471
5	The Primitive/原始人	463930	7.50%	762
6	Decathlon/迪卡侬	461505	92.81%	446
7	Mobil Garden/牧高笛	458072	109.50%	499
8	自由之舟骆驼	448374	17.36%	628
9	Vidalido	355515	43.49%	647
10	Desert Camel/沙漠骆驼	309671	13.14%	541

资料来源：淘宝，华西证券研究所

3. 大牧：帐篷高增，未来内销收入和净利率有望双升

大牧始终坚持“露营专业主义”的定位，目前从以帐篷销售为主拓展到周边产品，如户外桌椅、家具、野营配件、睡袋、气垫、便携咖啡机、烧烤架等，目前帐篷占比降至 40%左右，SKU 由此前 200 款增至 400-500 款。按产品系列，大牧可以分为 4 大类：精致露营（含 Linefriends 系列）、徒步露营、公园休闲、其他，目前精致露营系列占比最高（60%以上）。渠道目前仍以线上、专业户外店以及团购为主，未来有望拓展线下体验店。相较小牧，大牧定位的人群更加年轻，基本在 30 岁左右。

从产品来看，大牧优势在于品质高、颜值高、性价比强带来的口碑优势。（1）冷山系列：公司从 2003 年推出的爆款“冷山”帐篷已经迭代了 5 代，冷山 UL 帐篷还获得 2018 年度户外产业年度评选“年度最佳装备”。2020 年冷山系列销量达 4.6 万顶、同比仍保持 32%的高增。公司的冷山系列帐篷，在帐篷市场多年竞争中，与凯乐石的春晖、秋梦帐篷平分秋色，但是性价比更高。初代冷山成功的关键是解决了传统帐篷闷热、重量大的痛点，内帐大面积使用了每孔小于 1*1mm 的网纱，在夜晚空气温度发生变化时，更能够保证内外帐冷热空气的顺畅流动，从而使帐内湿度及温度达到平衡，同时采用雪裙设计保暖；此外引入轻型帐底概念、使用航空铝杆，同时最大限度的发挥了每个配件的作用，使总重量控制在 3kg 之内。

（2）纪元系列：未来纪元系列有望打造成为第二个经典款（纪元 205 仿屋型的外观极具辨识度、内部空间更好、兼具中国风）。纪元系列在继承了冷山的经典设计如内层网纱+外帐，两侧通风透气的基础上，发挥公司多年积累的设计经验优势，将专业设计、山系美学融入工业设计中，呈现出服务于精致露营的全新产品。相比于传统户外帐篷，纪元系列内部空间大大增大，高度达到 1.8-2.9 米，展开面积可达约 10 m²，同时自带的支架可以展开前厅，通烟口的设计使使用者可以在帐篷内烹饪，契合了轻奢露营场景的独特需求。纪元系列 2-3 人帐篷价格主要为 1400-1800 元，相比主要竞争对手如挪客的同类产品低 1/3-1/4。（3）Linefriends 联名系列：2021 年推出，提出“萌系露营”概念，瞄准家庭及年轻客户。该系列打破帐篷传统沉闷、单调的形象，推出多种颜色，外观活泼时尚，采用自动设计、方便搭建，适合公园露营、轻奢露营场景。该系列定位中端，价格带为 500-1500

元，可容纳3-4人，尺寸和重量介于冷山与纪元之间。联名系列同时还有天幕、拖车、睡袋、折叠椅、野餐垫配套产品。

从营销来看，大牧除了深耕户外爱好者群体，同时也积极“出圈”。2020年，牧高笛专业装备除了支援北大山鹰社玉珠峰科考、徒步中国南极科考、加拿大落基山脉徒步、秦岭太白山徒步等专业活动；更多产品与 ELEMENT、山系文化 Mounster、一帐 Camplus、野邻 Xcamping、草莓音乐节、GO OUT、理想汽车、MERCEDES-BENZ、MINI、LAND ROVER、小牛电动、Discovery Adventures Park、Kawasaki 的活动作了品牌互动，增加了品牌曝光率与影响力。

此前公司内销收入占比约30%，毛利率低于30%、净利率低于10%，低于正常的品牌盈利水平，随着帐篷销售增速提升，未来内销占比有望超过外销，并随着品牌研发、营销投入进入收获期，毛利率有望提升至30-40%、净利率有望恢复至15%以上。

表8 公司爆款产品

系列	首推时间	系列主要产品	价格(元)	产品介绍
冷山系列	2003年	牧高笛冷山1 三季单人帐篷	-	牧高笛最早的冷山系列帐篷，帐篷重量2KG，外帐采用210T防水涂层PU2000MM涤纶，另有防水贴条；内帐部分采用210T透气涤纶，和高精度编尼龙网纱制成；账底采用150D防水涂层PU4000MM涤纶牛津布，另有防水贴条；支架部分采用航空铝支架，具有超轻和稳固性强的特点。
		牧高笛冷山1AIR 三季单人帐篷	769	帐篷重量为1.9KG，相比冷山1来说，内帐网纱部分面积更大，透气性更好，更适合在夏季使用。
		牧高笛冷山2 三季帐篷	959	牧高笛冷山系列中最早的双人帐篷，帐篷重量为2.3KG，其余材质同于冷山1
		牧高笛冷山2AIR 帐篷	-	帐篷重量为2.2KG，相较于冷山2透气性更好
		牧高笛冷山2AIR 升级版帐篷	919	相比冷山2AIR来说来说，冷山2AIR升级版双人双层铝杆帐篷有如下特点： 1、内蓬全管套升级为半管套半挂钩，在保证结构稳定的前提下，兼顾了搭建方便； 2、外篷增加了4个拉力绳点，可根据户外实际使用环境，增减定风绳； 3、内外蓬连接方式改为插卡式形式，配以色板插口，方便快捷识别； 4、颜色方面更加绚丽。
		牧高笛冷山2PLUS 四季帐	1609	冷山系列中的高山帐，相比于冷山其他系列帐篷来说，防风、防水效果更好。这款帐篷的重量为2.6KG，外帐采用210T防水涂层PU3000MM涤纶。
		牧高笛冷山3 三季帐篷	1129	荷叶仿生科技，涤纶外帐不易变形、耐腐蚀。流线型设计，有效减少风阻。记忆帐杆，有良好的疲劳强度与静态强度，多次露营仍具有稳固定型的记忆功能。是牧高笛最早的三人帐。帐篷重量为2.9KG。

	牧高笛 3AIR 帐篷	1099	相较于冷山 3 具有更好的透气性，帐篷重量为 2.7KG	
	牧高笛冷山 4 帐篷	-	内帐门全网纱设计，提升帐内的通风透气性能。外蓬增加了 4 个拉绳点，可根据户外实际使用环境，增减定风绳。记忆帐杆，有良好的疲劳强度与静态强度，多次露营仍具有稳固定型的记忆功能。牧高笛最早的四入帐，帐篷重量 3.3KG。	
	牧高笛冷山 4AIR 帐篷	1199	相较于冷山 4 透气性能更好，重量 3.0KG。	
纪元系列	2000 年	纪元 150、纪元 205 纪元 230 纪元 260 纪 元 290	1599- 4999	轻奢露营；防风防雨加厚棉布；倒 V 型三通铝杆超大空间；前后通风双开门，进出便利；防水透气防蚊。 产品主要差异在于空间大小和设计，其中：纪元 260 增加墙高设计；纪元 290 自带超大前厅；纪元 205 采用双层帐顶。
Line Friends 联名	2021 年	户外露营帐篷 JY150	1499	常规款式；防水涤纶帐篷、屋脊型设计、造型温馨可爱，主打“萌趣”露营
		自动速开帐篷	549	全自动速开遮阳便携式帐篷；可四面通风，拥有自动弹压科技。
		野营天幕	699	天幕简约型；防水涤纶天幕；铝合金支架质轻抗压。

资料来源：牧高笛官网以及天猫牧高笛旗舰店，华西证券研究所。

4. 小牧：渠道调整后重启开店，未来转型露营轻奢风

小牧主要定位户外鞋服，产品涵盖通勤、旅行、健行、慢跑、露营、徒步登山等场景，主要通过线下渠道（直营、加盟）销售，未来有望从户外转型露营服装。相比于传统户外产品，小牧注重设计和面料，给产品增加了时尚和潮流元素，更加随意和休闲、适合多场所穿着，迎合年轻人的审美需求。

2020 年小牧事业部收入为 0.75 亿元，历史最高收入为 1.09 亿元（2018 年），13-20 年收入年复合增速为-2%，小牧基本盈亏平衡。2021 上半年，小牧事业部继续推进老店坪效提升、亏损门店关闭、以及精准市场推广与渠道下沉，实现直营店渠道收入 1222.46 万元、同比增长 45.73%；加盟收入 2744.49 万元、同比增长 1.55%。

目前小牧还在调整中，未来关注：（1）公司邀请了顶级咨询团队助力，我们估计 22Q1-2 会有新的产品推出。（2）公司在小牧上更专注渠道下沉，下沉渠道盈利能力好于一线城市，有望带来整体盈利能力继续改善。

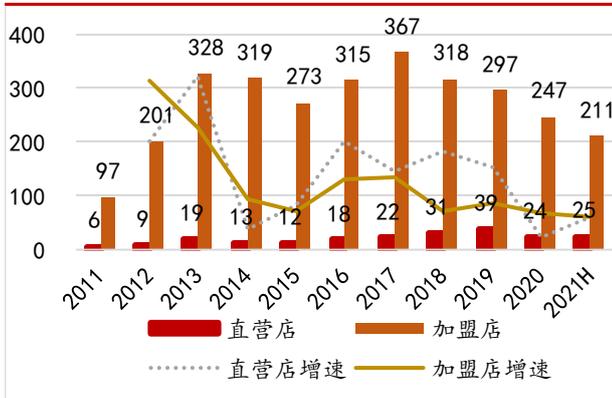
表 9 牧高笛小牧品牌主要产品

产品	价格 (元)	产品介绍	
上装	冲锋衣	1499-1799	作用：自然纤维棉感特性；城市通勤风格；遇水呈荷叶效果滚落；更强的防水防风性能；修饰了服装的整体单一；增加了功能点和储物性；基础色不挑人

		<p>优点：穿着及触感舒适；适合多场合穿着；有效阻止风雨入侵；确保极端天气下提供全方位保护；整体有规律但不张扬；局部点缀具有设计感；经久耐穿不过时</p>	
羽绒服	1699-1999	<p>作用：防磨性能优于普通棉类纤维；版型宽大，包裹性较强；遇水呈露珠滚落；加强织物的防风防水性能，将风雪阻隔在外层，形成轻量保温防风防护层；可调节且不遮挡视线；触感绵柔防风效果好</p> <p>优点：织物拉伸性和回复性强，穿着自由无束缚；穿着易搭配不挑身材，凸显时尚感；能有效防止风雨入侵；确保严冬雨雪天气下提供全方位的防护层；造型百搭更彰显品质；穿着更加保暖</p>	
抓绒外套	539	<p>作用：高蓬松度量轻处理；有效防止寒风入侵；更好的包裹手腕和下摆；易拉顺滑</p> <p>优点：穿着保温轻便，无重感；防护性；防风保温同时年轻时尚</p>	
卫衣	469	<p>作用：通过结构设计采用里、中、外三片的织物结构，从而在织物中形成空气夹层；方便固定帽型；安全美观</p> <p>优点：保暖舒适；防风；时尚</p>	
下装	弹力长裤	569	<p>作用：弹性强；拒水；防护</p> <p>优点：舒适无束缚；防泼水；保护财物</p>
	休闲卫裤	439-499	<p>作用：保暖时尚；修饰身形；可调节；运动感</p> <p>优点：穿着舒适保暖；显腿长；穿着无束缚包容性强；休闲时尚</p>
	软壳长裤	499	<p>作用：防风保温防水透气；适穿；防护；包容性强</p> <p>优点：保温防止热量流失；百搭；保护财物；适销人群广</p>
其他配饰	帽子	69-89	<p>产品包含渔夫帽、针织帽等多种类别，时尚美观也兼具遮阳、保暖的功能</p>
	围巾	99	<p>近期推出新品羽绒围巾，防水加厚，具有良好的保暖性能</p>

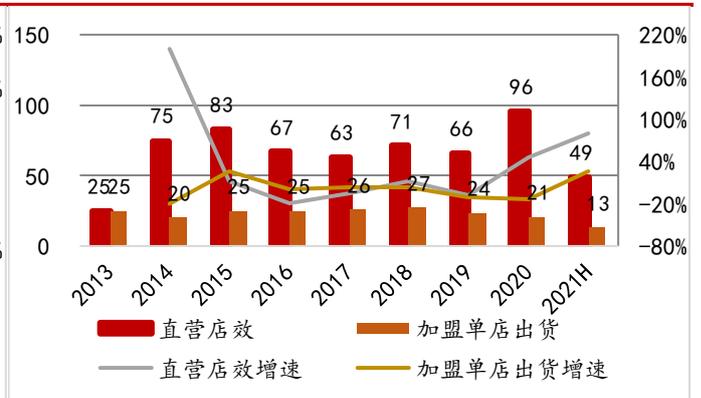
资料来源：来源于牧高笛官网，华西证券研究所

图 16 历年直营、加盟店数及增速（家，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 17 历年直营店效、加盟单店出货及增速（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 代工：受益海外疫情订单转移，未来有望保持稳健增长

目前公司拥有国内、越南、孟加拉三大生产基地。2020 年公司帐篷产量为 173 万件、同比增长 22%、带动外销业务同比增长 29%，我们分析主要受益于疫情后国外露营需求激增、以及海外疫情订单转移。根据往年订单梳理，我们估计目前迪卡侬占到公司代工业务收入的 50% 以上。

我们分析，公司优势在于客户优质、交期稳定、注重售后服务提高客户粘性。

(1) 海外业务由公司下设专门业务中心更有针对性负责海外市场开发；目前公司共有 OEM/ODM 业务客户 30 多家，主要可分为三大类：a) 普通零售商经营综合性的生活用品，如 KMART、Sears 等；b) 专业零售商主营体育运动用品，如迪卡侬等；c) 品牌商主营自有品牌户外产品，如 Mountainsmith 等。(2) 准时出运货物；(3) 提供专业快捷售后服务，提高客户粘性。公司目前重点开发和维护的市场包括法国、英国、美国、澳大利亚和俄罗斯等。

表 10 牧高笛客户

客户名称	国家	客户简介
DECATHLON	法国	全球最大的体育用品零售商之一，成立于 1976 年创立，目前在全球已拥有超过 600 家门店
GO OUTDOORS	英国	英国最大的户外用品销售品牌，在英国拥有 41 家超级零售店，旗下产品包括野营设备、户外服饰、登山、滑雪、骑马、钓鱼等装备
HOME RETAIL GROUP	英国	英国领先的家庭和一般商品的零售商，在伦敦证券交易所上市，FTS 250 指数的样本公司
HALFORDS	英国	Halfords 是英国最大的非食品零售企业之一，在整个英格兰、威尔士和北爱尔兰设有近 400 家零售店。公司有 100 多年的历史，经营约 1 万种商品，年营业额超过 5 亿英镑
SPORTMASTER GROUP OF COMPANIES	俄罗斯	全球排名前 10 的体育用品零售品牌，拥有超过 130 家零售店，超过 1 万多名员工
SEARS	美国	美国第四大零售百货公司，也是美国第十二大零售商

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 11 前五大客户情况

期间	客户名称	销售收入 (万元)	占营业收入比例 (%)
2014H1	迪卡侬	5588.8	23.86
	Go outdoors Ltd.	3018.15	12.88
	Home Retail Group (Asia) Limited	1839.24	7.86
	Sportmaster Group Of Companies	1147.68	4.90
	Halfords Limited	1086.76	4.64
	合计	12680.71	54.13
2013 年	迪卡侬	3999.78	10.06
	Go outdoors Ltd.	2620.76	6.59
	Home Retail Group (Asia) Limited	1605.90	4.04
	Halfords Limited	1497.76	3.77
	Miles Fashion GMBH	1452.99	3.65
	合计	11177.19	28.11
2012 年	迪卡侬	4804.23	15.21
	Coles Group Asia Pty Ltd.	1933.99	6.12
	Kathmandu Ltd	1596.39	5.05

	Home Retail Group (Asia) Limited	1476.94	4.67
	Siplec International Ltd	1167.94	3.70
	合计	10979.01	34.75
2011 年	迪卡侬	5184.15	16.03
	Halfords Limited	4192.78	12.96
	Academy sport+outdoor	1779.70	5.50
	Kathmandu ltd	1218.98	3.77
	Home Retail Group (Asia) Limited	1186.15	3.67
	合计	13561.75	41.93

资料来源：招股书，华西证券研究所

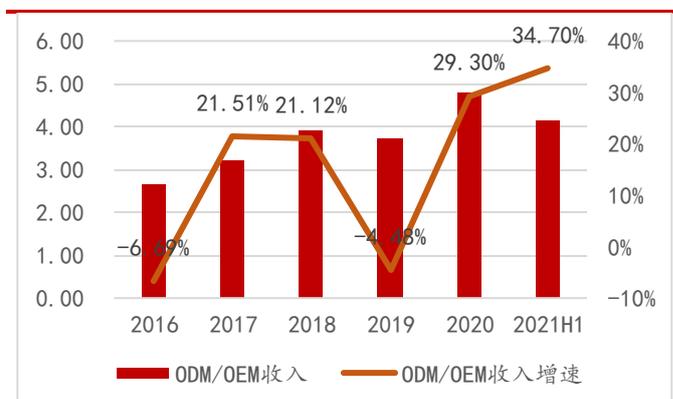
展望未来，短期来看，在需求带动下，外销业务订单充足、我们估计订单已至明年8月、排单已至明年6月；中长期来看，外销业务有望稳健发展，不排除扩产孟加拉生产基地带来产能扩张。

图 18 历年帐篷产量（万件）及增速



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 19 外销 OEM/ODM 收入及收入增速（亿元，%）



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 20 历年帐篷产量（万件）及增速



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 21 外销 OEM/ODM 收入及收入增速（亿元，%）



资料来源：Wind、华西证券研究所

6. 投资建议

我们假设，（1）代工业务稳健发展，2021-23 年收入增速分别为 30%/15%/15%；国内露营风气兴起，品牌业务有望快速发展，2021-23 年收入增速分别为 81%/80%/33%，其中分渠道来看，我们假设 2021-23 年线上收入增速分别为 111%/90%/30%，团购收入增速分别为 166%/92%/30%，直营收入增速分别为 10%/71%/48%，加盟收入增速分别为 22%/47%/37%。综上，2021-23 年整体收入增速分别为 42%/36%/22%。

（2）从毛利率来看，内外销产品提价有望带动毛利率稳步提升，我们假设 2021-23 年毛利率分别为 24.63%/26.65%/27.8%。

（3）从费用率看，我们假设 2021-23 年销售费用率分别为 5%/6%/6%，管理费用率分别为 6%/6%/6%，研发费用率分别为 2%/3%/3%，财务费用率分别为 1%/1%/1%。综上，2021-23 年净利率分别为 9%/10%/10.5%。

表 12 收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6.41	9.15	12.40	15.19
YOY (%)	21%	42%	36%	22%
一、外销	4.8	6.24	7.18	8.25
YOY	29%	30%	15%	15%
二、品牌	1.61	2.91	5.23	6.93
YOY	4%	81%	80%	33%
1、线上	0.48	1.01	1.92	2.50
YOY	39%	111%	90%	30%
2、团购	0.38	1.01	1.94	2.52
YOY	61%	166%	92%	30%
3、直营	0.23	0.25	0.43	0.64
YOY	-11%	10%	71%	48%
4、加盟	0.52	0.64	0.93	1.28
YOY	-27%	22%	47%	37%
毛利率	25.49%	24.63%	26.65%	27.80%
净利率	7%	9.0%	10.0%	10.5%
归母净利	0.46	0.82	1.24	1.59
YOY (%)	13%	79%	50%	28%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

短期来看，（1）外销订单充足，明年上半年业绩有保障，（2）品牌业务受内需驱动增长迅速，特别是大牧 21 年前三季度同比增长 147%，同时叠加净利率改善显著、我们测算 21Q3 单季品牌业务净利率已达 13%。中长期来看，（1）外销增

长稳健，不排除孟加拉工厂继续扩产带来产能增长；（2）疫情爆发带动精致露营需求火爆，从而带动帐篷及周边产品量价齐升，大牧帐篷前三季度销售翻倍以上。我们判断未来品牌业务占比有望超过 50%、净利率有望超过 15%。预计 2021-23 年收入为 9.15/12.4/15.19 亿元、归母净利为 0.82/1.24/1.59 亿元、对应 EPS 分别为 1.23/1.86/2.39 元、2021 年 11 月 10 日收盘价为 28.77 元对应 21-23 年 PE 分别为 23/15/12X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 45 元（分部估值给予 22 年代工业务 20X+品牌业务 30X）。

表 13 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价 (元)	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
品牌	三夫户外	16.84	0.19	0.36	0.48	88.46	47.39	35.38	145.83%	0.61
	探路者	8.53	0.13	0.16	-	66.12	54.62	-	141.47%	0.47
代工	浙江自然	70.55	2.19	3.00	4.00	32.23	23.55	17.63	38.73%	0.83

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2021 年 11 月 9 日，哥伦比亚单位为美元，其他单位为人民币。

7. 风险提示

大牧销售低于预期：大牧为公司业绩重要驱动力之一，销售低于预期将影响公司业绩；

疫情影响代工出口业务：疫情或影响公司工厂正常运营，使得公司代工业务不及预期；

系统性风险。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	643	915	1,240	1,519	净利润	46	82	124	159
YoY (%)	21.4%	42.4%	35.5%	22.5%	折旧和摊销	7	0	1	1
营业成本	479	690	910	1,096	营运资金变动	-42	41	24	29
营业税金及附加	3	3	5	6	经营活动现金流	18	138	155	189
销售费用	39	43	70	91	资本开支	-8	-4	-4	-5
管理费用	62	72	105	138	投资	-82	0	0	-183
财务费用	9	10	1	-4	投资活动现金流	-91	8	8	-172
资产减值损失	-10	-11	-12	-14	股权募资	0	0	0	0
投资收益	7	12	12	15	债务募资	289	-129	-152	-8
营业利润	59	100	150	193	筹资活动现金流	234	-142	-157	-8
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	157	3	6	8
利润总额	59	100	151	194	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	13	18	27	35	成长能力 (%)				
净利润	46	82	124	159	营业收入增长率	21.4%	42.4%	35.5%	22.5%
归属于母公司净利润	46	82	124	159	净利润增长率	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%
YoY (%)	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.69	1.23	1.86	2.39	毛利率	25.5%	24.6%	26.6%	27.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	7.2%	9.0%	10.0%	10.5%
货币资金	240	243	249	257	总资产收益率 ROA	4.7%	7.6%	10.6%	11.1%
预付款项	12	17	23	27	净资产收益率 ROE	10.5%	15.7%	19.2%	19.8%
存货	301	367	411	437	偿债能力 (%)				
其他流动资产	366	388	424	637	流动比率	1.73	1.85	2.12	2.19
流动资产合计	918	1,015	1,107	1,358	速动比率	1.14	1.15	1.29	1.44
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.45	0.44	0.48	0.42
固定资产	33	37	42	48	资产负债率	54.9%	51.5%	45.0%	43.7%
无形资产	11	11	11	11	经营效率 (%)				
非流动资产合计	58	63	67	72	总资产周转率	0.66	0.85	1.06	1.06
资产合计	976	1,078	1,174	1,431	每股指标 (元)				
短期借款	289	160	8	0	每股收益	0.69	1.23	1.86	2.39
应付账款及票据	196	321	424	511	每股净资产	6.60	7.83	9.69	12.08
其他流动负债	45	68	90	108	每股经营现金流	0.27	2.07	2.32	2.83
流动负债合计	530	549	521	619	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	6	6	6	6	PE	41.70	23.33	15.47	12.06
非流动负债合计	6	6	6	6	PB	3.53	3.67	2.97	2.38
负债合计	536	555	528	625					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	440	522	646	805					
负债和股东权益合计	976	1,078	1,174	1,431					

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：中国人民大学经济学硕士、学士，11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，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第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。