

2021年11月26日

# 参股大热荒野，布局下游营地市场

## 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:	45.8/18.99
目标价格:	45	总市值(亿)	23.81
最新收盘价:	35.76	自由流通市值(亿)	23.81
		自由流通股数(百万)	66.69

### 事件概述

2021年11月26日，公司公告全资子公司海口牧高笛与武汉大热荒野签署增资协议，海口牧高笛以1000万元认购大热荒野10%股权。此外，公司将委派一名高级管理人员担任大热荒野董事。

### 分析判断:

大热荒野定位于露营地品牌，核心竞争力在于选址，主要从事体验式拓展活动及策划、露营地服务等业务，目前在全国运营营地数量已超过20个。公司目前主要面向露营小白爱好者提供标准化的体验套餐，包含下午茶、帐篷搭建体验、晚餐、营地活动和早餐在内的一日露营体验，收费799元/人；消费者主要包括：

(1) 在以三亚为代表的超级目的地中，女性群体为主；(2) 在大城市周边的目的地中，多为家庭、亲子等。大热荒野约60%流量来自小红书，并已和平台达成共建户外露营品类的合作。2021年1-10月，大热荒野营业收入1096万元，净利润10.21万元、净利率为1%。

我们分析，此次增资主要由于公司看好精致露营市场的发展，而目前限制露营发展的主要因素是营地供给（目前国内约1900个营地）。本轮牧高笛对大热荒野的增资将用于营地拓展和市场运营，我们分析公司此次增资将有效整合下游资源、实现上下游协同。牧高笛的大牧业务自2020年捕捉到精致露营趋势兴起后，公司在设计、材质、运营等全方位转型，抓住了这一机遇，相较国外品牌更具性价比、相较国内品牌更具设计感。

### 投资建议

短期来看，(1) 外销方面，Q3 主要由于基数影响，我们估计目前排单已至22H，未来有望维持稳健增长；(2) 内销方面，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%，Q4 双十一表现靓丽、翻倍以上增长。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。维持盈利预测，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26日收盘价为35.76元对应21-23年PE分别为29/19/15X，维持“买入”评级，目标价45元（分部估值给予22年代工业业务20X+品牌业务30X）。

### 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。

### 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	58.62	51.83	29.00	19.23	14.99
-----	-------	-------	-------	-------	-------

---

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)				
	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					
所得税	13	18	27	35	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	46	82	124	159	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	46	82	124	159	营业收入增长率	21.4%	42.4%	35.5%	22.5%
YoY (%)	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%	净利润增长率	12.7%	78.9%	50.8%	28.3%
每股收益	0.69	1.23	1.86	2.39	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	25.5%	24.6%	26.6%	27.8%
					净利润率	7.2%	9.0%	10.0%	10.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	4.7%	7.6%	10.6%	11.1%
货币资金	240	243	249	257	净资产收益率 ROE	10.5%	15.7%	19.2%	19.8%
预付款项	12	17	23	27	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	301	367	411	437	流动比率	1.73	1.85	2.12	2.19
其他流动资产	366	388	424	637	速动比率	1.14	1.15	1.29	1.44
流动资产合计	918	1,015	1,107	1,358	现金比率	0.45	0.44	0.48	0.42
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	54.9%	51.5%	45.0%	43.7%
固定资产	33	37	42	48	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	11	11	11	11	总资产周转率	0.66	0.85	1.06	1.06
非流动资产合计	58	63	67	72	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	976	1,078	1,174	1,431	每股收益	0.69	1.23	1.86	2.39
短期借款	289	160	8	0	每股净资产	6.60	7.83	9.69	12.08
应付账款及票据	196	321	424	511	每股经营现金流	0.27	2.07	2.32	2.83
其他流动负债	45	68	90	108	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	530	549	521	619	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	51.83	29.00	19.23	14.99
其他长期负债	6	6	6	6	PB	3.53	4.57	3.69	2.96
非流动负债合计	6	6	6	6					
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。