

牧高笛 (603908)

证券研究报告

2021年12月13日

深耕户外露营景气细分赛道，内销放量外销稳健成长可期

深耕专业露营赛道，户外露营装备为主，出行服饰延续装备高性能基因

公司成立于2003年，主营露营帐篷、户外服饰及其他户外用品，品牌业务（大牧、小牧）以国内市场为主，全面满足专业与大众消费者穿着需求；OEM/ODM业务为全球客户提供高品质帐篷产品研发生产，产品远销欧洲、大洋洲等国际市场。

露营兴起带动业绩高增，21Q1-3 营收 7.2 亿 (+41.8%)，归母净利 0.7 亿 (+44.2%)

2020年营收6.4亿元同增21.4%，其中ODM/OEM营收4.8亿，品牌运营营收1.6亿元；2020年归母净利0.46亿元同增12.7%；主要系露营兴起带来户外露营参与人数及频次增长，从而带动户外露营用品需求增长。

分地区来看，外销为主且欧洲市场占比较高。2020年外销加大欧美市场拓展力度，欧洲地区营收3.86亿元(+33.6%)，北美营收同增81.5%；国内市场顶住新冠疫情压力，2020年营收1.6亿元(+3.8%)。

分渠道来看，线上渠道增长态势较好。2020年公司成功把握线上流量机遇并顺应精致露营流行趋势，线上渠道持续发力，升级视觉形象、拓展社交媒体零售与跨境零售，线上渠道营收0.49亿元(+44%)，线下渠道营收1.13亿元。

ODM/OEM：全球基地分布，产能充足&供应链协同实现快反

目前公司拥有国内、越南、孟加拉三大生产基地，疫情下灵活调配产能快速响应市场、客户需求，增强客户粘性并巩固核心业务区市占率；同时通过提前布局供应链、物流仓储及生产基地，保证产能覆盖未来订单需求。牧高笛持续推行数字化中心，加强信息化、互联网化、数字化，逐步向智能化工厂转型。2021H1第一大客户迪卡侬营收占代工业务总营收50%以上，五大核心客户销售额增长稳健。

品牌：大牧持续提升品牌影响力，小牧精准市场推广与渠道下沉

大牧主打高品质、高颜值、高性价比产品，全线产品提供一站式户外体验。爆款产品冷山系列自2003年推出以来不断迭代升级，最新第5代帐篷控制总重量3kg以内；不断加强渠道拓展以及品牌跨界合作，提升品牌影响力，树立综合性精致露营行业头部品牌地位。小牧定位延续大牧专业户外基因的高性能出行服饰品牌，产品涵盖日常通勤、露营、运动等多元化场景；精准市场推广与渠道下沉。

近期公司全资子公司海口牧高笛与露营地品牌武汉大热荒野签署增资协议布局下游营地市场，有助于未来双方业务协同并为公司内销业务带来积极影响。

全球户外市场增长稳定，欧美市场较为成熟，疫后精致露营热潮推动国内市场发展

目前欧美户外运动市场已发展到较为成熟的阶段且参与度较高，2020年美国户外运动参与率创新高为53%；中国户外运动市场仍有较大增长空间，中高端品牌商数量较少、市场集中度较低，伴随疫情后露营兴起叠加消费升级下健康生活方式需求增长、本土品牌逐渐向中高端户外用品市场渗透，未来集中度有望提升并利好龙头企业；此外，电商渠道具有直接面对

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.07元
目标价格	48.8元

基本数据

A股总股本(百万股)	66.69
流通A股股本(百万股)	66.69
A股总市值(百万元)	2,512.88
流通A股市值(百万元)	2,512.88
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	52.57
一年内最高/最低(元)	45.80/18.99

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《牧高笛-新股报告:国内知名户外用品供应商，营销渠道建设稳步推进》
2017-03-10

终端消费者，信息反馈速度快，客户范围广且不受时差、区域限制等优势，正逐渐代替实体店成为户外用品市场最主要的销售渠道。

首次覆盖，给予买入评级。公司自 2003 年成立以来深耕专业露营细分赛道，主品牌大牧聚焦专业露营，满足各场景专业装备和服装需求；子品牌小牧延续大牧专业基因，致力于为大众提供高性能出行服饰；代工业务致力于为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计与生产制造；2021 年 11 月底公司参股大热荒野，将有效整合下游资源，实现上下游协同。我们预计 2021-2023 年营收分别为 9.2、11.9、14.4 亿元，归母净利分别为 0.8、1.2、1.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.3、1.8、2.4 元/股，PE 分别为 30、21、16X；给予公司 2022 年 PE27X，对应股价 48.8 元/股。

风险提示：国际政治环境变化，新冠疫情持续时间较长，户外行业增速放缓、市场竞争加剧，第一大客户销售占比较高，近期曾出现股价异动，跨市场可比公司存在估值偏差等风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	529.39	642.74	918.52	1,187.05	1,443.28
增长率(%)	(3.97)	21.41	42.91	29.24	21.59
EBITDA(百万元)	69.14	112.63	124.75	170.99	212.98
净利润(百万元)	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
增长率(%)	(0.98)	12.72	83.34	44.90	28.60
EPS(元/股)	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36
市盈率(P/E)	61.61	54.66	29.81	20.57	16.00
市净率(P/B)	5.66	5.71	5.91	6.20	6.57
市销率(P/S)	4.75	3.91	2.74	2.12	1.74
EV/EBITDA	20.23	11.64	20.27	14.94	12.88

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 牧高笛：秉持专业露营理念，打造户外产业优质品牌	6
1.1. 深耕专业露营赛道，提供多场景穿着体验	6
1.2. 股权结构相对稳定，管理团队从业经验丰富	7
1.3. 公司营收增长稳健，营运能力稳步提升	8
1.3.1. 户外露营兴起带动收入高增，境外 OEM/ODM 业务加速拓展	8
1.3.2. 费控&营运能力提升，新品研发投入增长	11
2. 外销业务：五大核心客户销售额增长稳健，中孟越协同快反	13
2.1. 致力于为全球客户提供高品质帐篷产品，前五大客户销售额稳步增长	13
2.2. 全球基地分布，产能充足&供应链协同实现快反	15
2.2.1. 国内、孟加拉、越南三大生产基地灵活调配释放产能	15
2.2.2. 推行数字化中心，加强信息化、互联网化、数字化，逐步向智能化工厂转型	16
3. 品牌业务：大牧持续提升品牌影响力，小牧精准市场推广与渠道下沉	18
3.1. 高性能、高颜值、高性价比，全线产品提供一站式户外体验	18
3.1.1. 爆款产品冷山、纪元系列满足不同消费者需求，联名款增强品牌露出	19
3.1.2. 精选功能性面料，贴合国人身形，注重穿着感	23
3.1.3. 地垫、睡袋、灯具、炊具等工具全线供应，全面提升用户户外运动体验	24
3.2. 把握流量机遇，精准市场推广及渠道下沉，参股大热荒野布局下游露营	25
3.2.1. 把握线上流量机遇，丰富产品矩阵&优化视觉形象以提升用户体验	26
3.2.2. 线下精准市场推广与渠道下沉，与客户优势互补实现共赢	27
3.3. 加强 IP 跨界合作及与品牌互动，关注流量领域品牌露出	29
4. 户外用品市场空间广阔，露营热潮推动进一步发展	30
4.1. 全球户外用品行业增长稳定，欧美市场较为成熟	31
4.2. 中国户外用品市场仍有较大增长空间，集中度有望提升利好头部企业	32
4.2.1. 国产中高端品牌商数量较少，电商销售渠道占比有所增长	32
4.2.2. 中国户外用品市场保持稳定增长，集中度有望进一步提升	33
4.3. 消费升级背景下健康生活方式需求增长，疫后露营热潮推动行业进一步发展	35
5. 盈利预测	37
6. 风险提示	39

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 12 月 10 日）	7
图 3：2016-2021Q3 公司营业总收入（亿元）及同比	8
图 4：2016-2021Q3 公司归母净利润（亿元）及同比	8
图 5：2016-2021Q3 公司扣非归母净利润（亿元）及同比	8
图 6：2016-2020 年各类产品营收（亿元）	9

图 7: 2017-2020 年各地区营收 (亿元)	9
图 8: 2016-2020 年各类业务营收 (亿元)	9
图 9: 2017-2020 年线上、线下渠道营收 (亿元)	10
图 10: 2017-2020 直营、加盟及其他渠道营收 (亿元)	10
图 11: 2016-2020 年公司直营门店数量变化情况	10
图 12: 2016-2020 年公司加盟门店数	10
图 13: 2016-2021Q1-3 公司毛利率、净利率	11
图 14: 2017-2020 年公司各类产品毛利率	11
图 15: 2017-2020 年公司各类业务毛利率	11
图 16: 2017-2020 年公司线上、线下渠道毛利率	12
图 17: 2017-2020 年公司直营、加盟及其他渠道毛利率	12
图 18: 2016-2021Q1-3 公司细分费用率	13
图 19: 2016-2021Q1-3 公司存货规模 (亿元)	13
图 20: 2016-2021Q1-3 公司存货周转天数	13
图 21: 2017-2020 年前五名客户销售额及增速	14
图 22: O2O 管理系统结构图	17
图 23: 2017-2020 年帐篷及装备销售额	18
图 24: 2017-2020 年帐篷及装备销售数量	18
图 25: 冷山系列搭配防风绳, 抵御七级大风	20
图 26: 冷山系列铝合金支架, 不易折断	20
图 27: 冷山系列防雨性强, 抵抗暴雨	20
图 28: 冷山系列双开设计, 四面通风	20
图 29: REDesign 与牧高笛纪元系列 150 帐篷联名·檐	22
图 30: REDesign 与牧高笛纪元系列 150 帐篷联名·檐产品规格	22
图 31: 牧高笛双人自充垫、铝合金登山杖	25
图 32: 牧高笛营灯、睡袋	25
图 33: 牧高笛折叠椅、野营吊锅、背包	25
图 34: 牧高笛线上渠道营收情况	26
图 35: 牧高笛线上品牌形象	26
图 36: 牧高笛线上品类	27
图 37: 牧高笛会员特权及活动	27
图 38: 牧高笛实体门店数量	28
图 39: 2017-2020 牧高笛国外营收情况	28
图 40: 大热荒野露营晚会	29
图 41: 大热荒野露营晚会	29
图 42: 牧高笛赞助的专业户外活动	29
图 43: 牧高笛与众品牌合作互动	30
图 44: 2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模 (亿美元)	31
图 45: 2019-2024E 户外运动用品电商市场规模分地区占比	31
图 46: 2006-2020 年美国户外运动参与人数 (百万人) 和参与率 (%)	32
图 47: 户外用品行业上、中、下游	32

图 48: 2015-2019 中国户外用品主要销售渠道占比.....	33
图 49: 2013-2019 中国户外用品商场、专业户外店、电商店铺数量 (个)	33
图 50: 中国户外运动用品零售总额 (亿元) 及同比	33
图 51: 2013-2019 国内国外户外用品品牌数量 (个)	34
图 52: 2019 年户外运动产品类比对应品牌数占比	34
图 53: 2013-2019 年各出货额度所对应的品牌数量 (个)	35
图 54: 2013-2019 年度出货额占比.....	35
图 55: 2013-2020 全国居民人均可支配收入 (元)	35
图 56: 2013-2019 年国内游客数量 (百万人次) 与人均旅游花费 (元)	36
图 57: 国内综艺《恰好是少年》中营地展示	37
表 1: 公司管理层介绍	7
表 2: 公司 ODM/OEM 业务主要客户	14
表 3: 公司生产基地与产能变化情况.....	15
表 4: 公司信息化项目及变更	16
表 5: 国家系列政策支持.....	18
表 6: 冷山系列帐篷产品特性	19
表 7: 纪元系列帐篷产品特性	21
表 8: LineFrinds 联名款帐篷特性	22
表 9: 牧高笛上装:	23
表 10: 牧高笛下装:	24
表 11: 户外运动用品分类	31
表 12: 户外用品行业代表性品牌产品品类.....	34
表 13: 牧高笛收入拆分与盈利预测.....	38
表 14: 牧高笛可比公司 PE.....	39

1. 牧高笛：秉持专业露营理念，打造户外产业优质品牌

1.1. 深耕专业露营赛道，提供多场景穿着体验

牧高笛户外用品股份有限公司成立于 2003 年，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。

公司同时经营自有品牌牧高笛的品牌运营业务以及露营帐篷 OEM/ODM 业务。品牌业务以国内市场为主，不仅满足露营专业人士、户外爱好者的专业设备与服装需求，也为大众消费者提供外保护、内舒适的穿着体验；OEM/ODM 业务为全球客户提供帐篷产品的研发生产服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。

公司发展历程大致可分为以下 4 个阶段：

1) **初创期（2003 年-2008 年）**：2003 年，牧高笛品牌“冷山”露营帐篷及装备产品开始进入国内市场。2004 年，龙游勒达生产基地成立。2006 年 10 月 31 日，牧高笛户外用品股份有限公司于浙江衢州成立。2007 年，公司设立衢州天野生产基地。

2) **发展期（2009 年-2011 年）**：2009 年，公司启动牧高笛品牌服装业务。2011 年，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；并凭借卓越的产品、良好的口碑和品牌的综合实力，被评为“中国户外产业大奖”、“中国户外实力品牌奖”。

3) **扩张期（2012 年-2016 年）**：2012 年-2013 年，牧高笛启动“行·无界”品牌主题活动。2013 年，牧高笛独家冠名赞助中国地质大学户外队。同年，公司成立电子商务部，开发和运营电子商务渠道。2014 年，公司孟加拉国生产基地投产，鄱阳天野生产基地投产。截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有经销和直营渠道销售终端 333 家；公司的专业户外店客户数量逾 500 家。

4) **上市后（2017 年至今）**：2017 年 3 月 7 日，牧高笛正式登陆上交所主板上市。同年，牧高笛赞助上海交通大学安泰 EMBA 光明之队蝉联戈壁挑战赛冠军。2018 年起，公司推动品牌策略升级，划分大牧品牌与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。2021 年，牧高笛与 LINEFRIENDS 推出联名款户外产品，通过合作款帐篷、天幕、拖车、睡袋、折叠椅、野餐垫等产品，开启萌趣户外生活新方式。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，世界服装鞋帽网，户外资料网，福布斯中国，上海交通大学安泰经管学院官网，天风证券研究所

坚持专业露营品牌定位，开拓多元穿着场景。牧高笛坚持“露营专业主义”，拥有美学、

人与自然和谐、功能、友善、可持续品牌理念，旗下拥有大牧、小牧两个品牌，主要面向国内市场。

1) **大牧**：主品牌大牧主打专业露营。从 2003 年的“冷山”帐篷开始，核心主打产品的户外露营装备系列，涵盖了高海拔露营、徒步露营、公园休闲、精致露营和旅行等场景，满足各场景下的专业装备和服装需求，为专业人群、户外爱好者打造舒适、安全、精致的可移动空间。

2) **小牧**：子品牌小牧是延续大牧的专业户外基因的高性能出行服饰品牌。小牧以“科技、时尚、舒适”为产品特性，以通勤、旅行、健行、慢跑、露营、徒步登山等多场景穿着为开发理念，不论自然户外、城市户外，还是室内休闲，都能“一衣穿行”，为大众消费者提供外保护、内舒适的穿着体验。

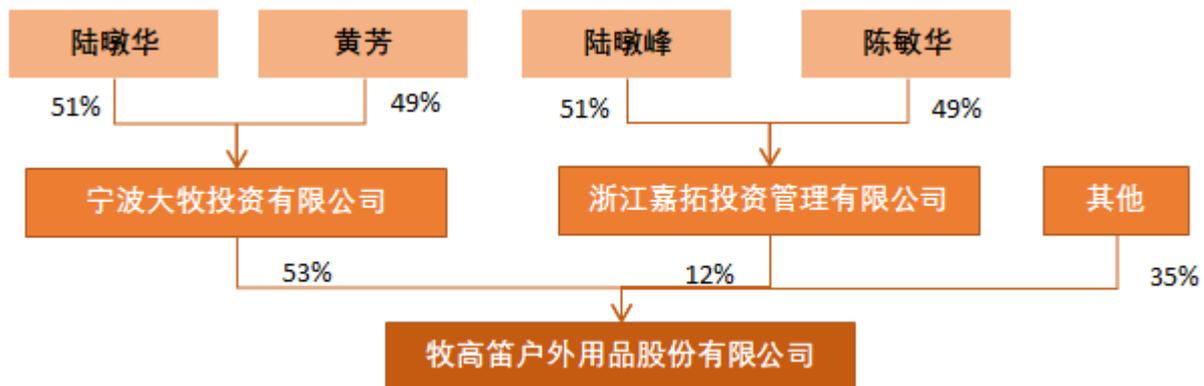
此外，公司从事 OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。

1.2. 股权结构相对稳定，管理团队从业经验丰富

公司股权结构稳定，控股股东持股比例高。公司前两大股东分别为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），持股比例分别为 53.14%、11.63%，共占总股本比例近 65%。两公司控股股东陆瞰华、陆瞰峰为兄弟关系，并签署了《一致行动协议》，同为公司实际控制人。

公司自 2017 年上市后，大股东宁波大牧投资有限公司从未减持，二股东浙江嘉拓投资管理有限公司由 12.3%减持至 11.63%。

图 2：公司股权结构图（截至 2021 年 12 月 10 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司管理层团队稳定，从业经验丰富。董事长陆瞰华先生近五年一直担任牧高笛户外用品股份有限公司董事长、总经理；副董事长陆瞰峰先生最近 5 年一直担任公司副董事长、副总经理。其余成员亦有相关工作经历。陆瞰华、陆瞰峰为公司实控人，杜素珍持有公司股份 4.71 万股，确保管理团队稳定。

表 1：公司管理层介绍

姓名	职务	简介
陆瞰华	董事长、总经理	中国国籍,1971 年出生,拥有加拿大永久居留权,EMBA.最近 5 年一直担任牧高笛户外用品股份有限公司(以下简称“公司”)董事长,总经理;现任公司董事长,总经理,公司下属子公司浙江牧高笛,宁波牧高笛,上海牧高笛执行董事,海口牧高笛投资,宁波大榭开发区牧高笛贸易执行董事兼总

		理;同时还担任宁波大牧投资有限公司执行董事,上海汉灯堂商务咨询有限公司执行董事,腓德烈斯哈芬展览(上海)有限公司董事。
陆墩峰	副董事长、 副总经理	中国国籍,1972 年出生,无境外永久居留权,EMBA,最近 5 年一直担任公司副董事长,副总经理,现任公司副董事长,副总经理,同时还担任浙江嘉拓投资管理有限公司执行董事,浙江中体拓投资管理股份有限公司董事,巢峰汇(宁波)餐饮文化管理有限公司执行董事兼总经理。
杜素珍	财务总监	中国国籍,1974 年出生,无境外永久居留权,本科,历任建设银行衢州市柯城支行开发区办事处储蓄员,衢州市世纪龙有限公司主办会计,来飞股份董事,财务经理,现任本公司董事,财务总监,浙江牧高笛监事,衢州牧高笛监事,常山天野执行董事。
王潘祺	董事会秘书	中国国籍,1987 年出生,无境外永久居留权,本科,历任浙江新安化工集团股份有限公司董事会秘书助理,金圆环保股份有限公司证券事务代表,宁波太平鸟时尚服饰股份有限公司证券事务代表,宁波横河模具股份有限公司董事长高级助理,证券部经理,现任公司董事会秘书。

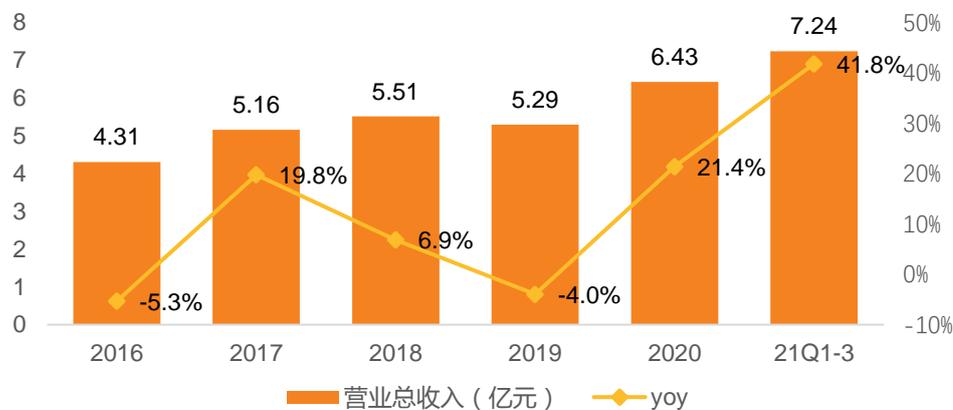
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3. 公司营收增长稳健，营运能力稳步提升

1.3.1. 户外露营兴起带动收入高增，境外 OEM/ODM 业务加速拓展

2016 年以来公司营收快速增长。21Q1-3, 公司营收 7.24 亿元, 同比增长 41.8%。2016-2020 年, 公司营收从 2016 年的 4.31 亿元增长至 2020 年的 6.43 亿元。2020 年, 公司营收同增达 21.4%, 主要系 2020 年参与户外露营的人数与频次增长, 进而带动户外露营用品需求的增长所致。

图 3: 2016-2021Q3 公司营业总收入 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

疫情压力之下，公司归母净利润保持增长。2016-2019 年, 公司归母净利润从 0.47 亿元减少至 0.41 亿元, 扣非归母净利润从 0.50 亿元减少至 0.28 亿元。2020 年、21Q1-3 公司归母净利润分别为 0.46 亿元 (同比+12.7%)、0.71 亿元 (同比+44.2%); 扣非归母净利润分别为 0.31 亿元 (+10.7%)、0.61 亿元 (同比+44.4%)。

图 4: 2016-2021Q3 公司归母净利润 (亿元) 及同比

图 5: 2016-2021Q3 公司扣非归母净利润 (亿元) 及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分产品看, 公司帐篷及装备类产品在营收中占比最高, 且有提升趋势, 服装及鞋子类产品在营收中占比稳步减少。2016-2020 年, 帐篷及装备类产品营收显著提升, 从 2016 年的 3.07 亿元增长至 2020 年的 5.36 亿元。2017-2020 年, 服装及鞋类产品营收从 2017 年的 1.40 亿元减少至 2020 年的 0.91 亿元。

分地区看, 公司注重国际市场, 欧洲地区营收占比高。2017-2020 年, 欧洲地区营收从 2017 年的 2.20 亿元增长至 2020 年的 3.86 亿元。2020 年公司密切关注各地区的市场变化, 抓住露营市场需求激增的机遇, 加大欧美市场拓展力度, 2020 年, 公司欧洲地区收入同比增长 33.6%, 北美地区收入同比增长 81.5%。境内收入从 2017 年的 1.92 亿元减少至 2020 年的 1.61 亿元。

图 6: 2016-2020 年各类产品营收 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2017-2020 年各地区营收 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分业务看, OEM/ODM 业务收入稳步增长。OEM/ODM 业务从 2016 年的 2.65 亿元增长至 2020 年的 4.81 亿元, 2020 年全行业受新冠疫情冲击下, 公司 OEM/ODM 业务实现营收 4.81 亿元同增 29.30%。

图 8: 2016-2020 年各类业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在品牌运营业务中，线上渠道业务、其他渠道业务营收增长。

1) **线上、线下渠道:** 2017-2020年，线下业务收入从2017年的1.56亿元减少至2020年的1.13亿元。线上业务营收从2017年的0.36亿元增至2020年的0.49亿元。

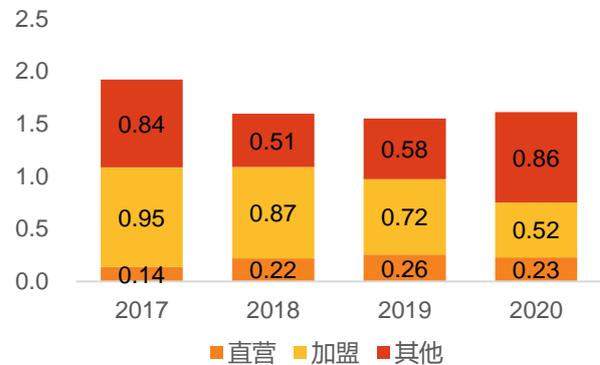
2) **直营、加盟及其他渠道:** 直营渠道收入从2017年的0.14亿元增长至2020年的0.23亿元。2018-2020年，除直营店、加盟店以外的专业装备、团购以及线上渠道营收快速增长，从2018年的0.51亿元增长至2020年的0.86亿元。

图 9: 2017-2020 年线上、线下渠道营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 10: 2017-2020 直营、加盟及其他渠道营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 其他包括了除直营店、加盟店以外的专业装备、团购以及线上渠道

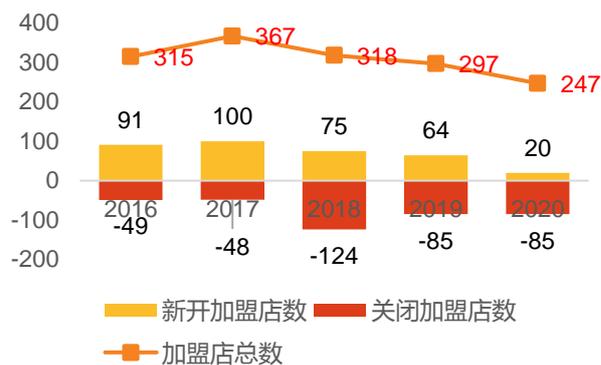
终端门店加盟为主，优胜劣汰以提升店效。 2016-2020年，公司直营门店数量从18家增长至24家；2020年，公司门店较上年减少15家。在加盟门店方面，2017-2020年，公司加盟店从367家减少至247家。

图 11: 2016-2020 年公司直营门店数量变化情况

图 12: 2016-2020 年公司加盟门店数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

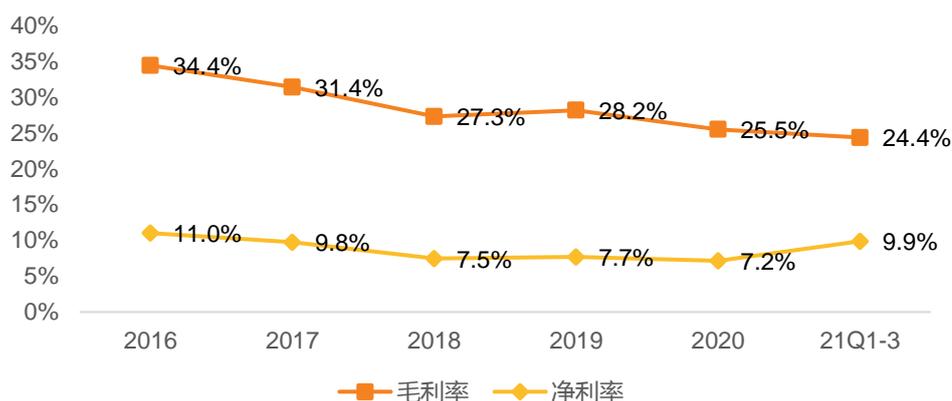


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.2. 费控&营运能力提升，新品研发投入增长

公司毛利率达 20%+，净利率保持相对稳定。2021Q1-3，公司毛利率为 24.4%，净利率为 9.9%。2020 年公司毛利率为 25.5% (-2.7pct)，净利率为 7.2% (同比-0.5pct)。

图 13：2016-2021Q1-3 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

分产品看，服装及鞋子类产品毛利率较高。服装及鞋子类产品毛利率维持在 36%以上，2020 年，服装及鞋子类毛利率为 38.7%。帐篷及装备类产品毛利率维持在 20%以上，2020 年，帐篷及装备类产品毛利率为 23.1%。

分业务看，公司境内品牌运营业务、OEM/ODM 业务毛利率均较为稳定。2020 年公司品牌运营业务毛利率为 32.9%，境外 OEM/ODM 业务毛利率为 23.0%。

图 14：2017-2020 年公司各类产品毛利率

图 15：2017-2020 年公司各类业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



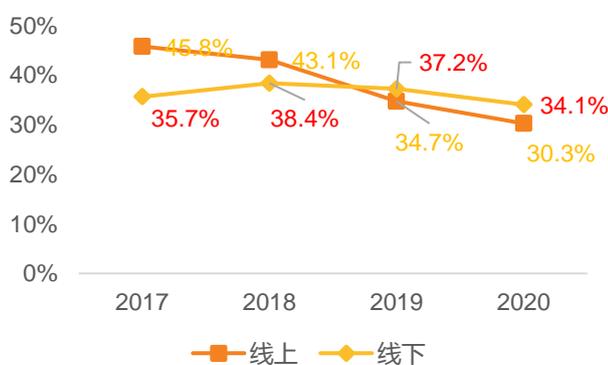
资料来源: Wind, 天风证券研究所

分渠道看，线上、线下渠道毛利率均维持在 30%以上，直营、加盟渠道毛利率稳定。

1) **线上、线下渠道**：2017-2020 年，公司线下渠道毛利率总体稳定，维持在 35%左右。公司线上渠道毛利率持续减少，从 2017 年的 45.8%减少为 2020 年的 30.3%。2019、2020 年，线下渠道毛利率超过线上渠道。

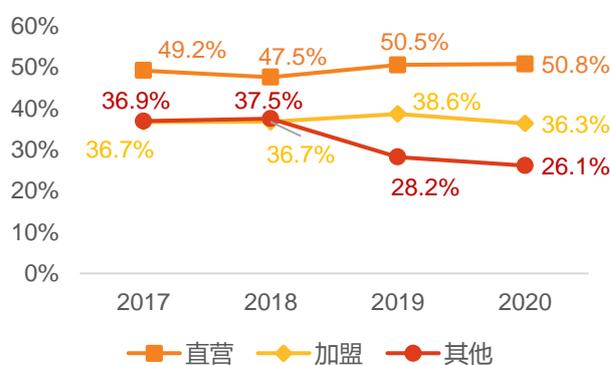
2) **直营、加盟及其他渠道**：直营渠道毛利率整体高于加盟及其他渠道，2020 年，直营渠道毛利率达 50.8%，同比增长 0.3pct。加盟渠道毛利率维持在 35%以上，2020 年，公司加盟渠道毛利率为 36.3%，同比减少 2.3pct。2017-2020 年，除直营店、加盟店以外的专业装备、团购以及线上渠道毛利率减少至 2020 年的 26.1%。

图 16：2017-2020 年公司线上、线下渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 17：2017-2020 年公司直营、加盟及其他渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从费控能力看，公司期间费率总体相对稳定。从销售费用看，2020 年，公司销售费用率为 6.1%，同比-4.6pct，主要系包干、运杂费因新收入准则列入营业成本减少以及受疫情影响人工成本、展览费、差旅费减少。21Q1-3，公司销售费用率为 4.3%。

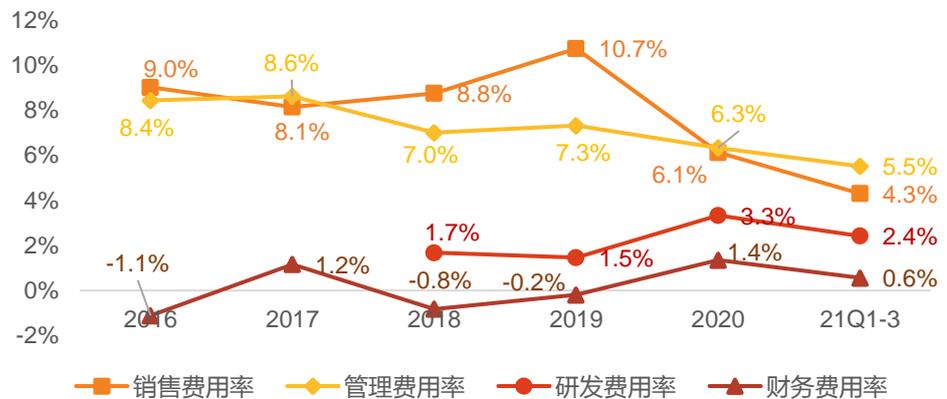
在管理费用率方面，2020 年公司管理费用率为 6.3%。21Q1-3 管理费用率为 5.5%，管理费用同比增长 35.5%，系增加品牌投入及因营业收入增长而增加仓库租金及人员配备所致。

在研发费用率方面，2020 年，公司研发费用率为 3.3%，较上年+1.8pct，研发费用较上年同比增长 177.49%，主要系对户外装备及帐篷的新产品研发投入力度增加所致。公司研发费用率整体提升。21Q1-3，公司研发费用率为 2.4%，研发费用同比增长 143.6%，系公司为扩大市场从而加大研发投入所致。

在财务费用率方面，2020 年，公司财务费用率为 1.4%，较上年+1.6pct，主要系受汇率变

动影响，汇兑损益较上年同期增加所致；21Q1-3 公司财务费用率为 0.6%。

图 18：2016-2021Q1-3 公司细分费用率

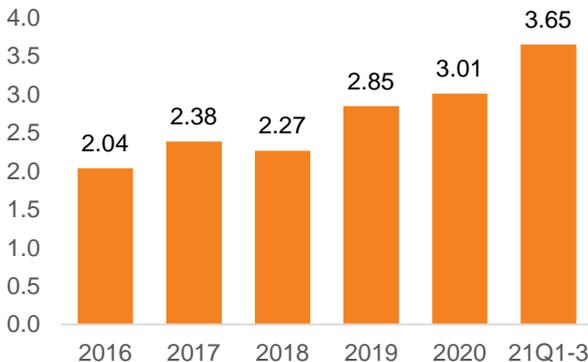


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于会计准则调整，2017 年及以前研发费用包含在管理费用中。

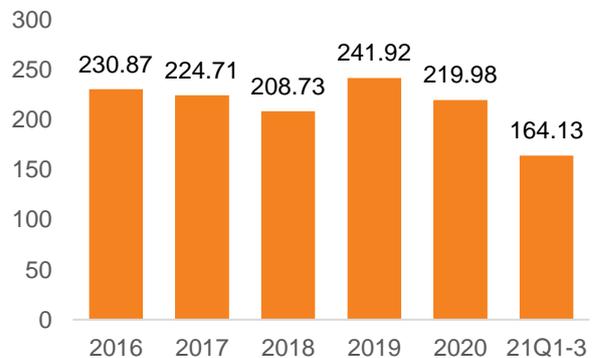
公司营运能力提升，存货周转天数减少。2016-2020 年，公司存货规模从 2.04 亿元增长至 3.01 亿元；21Q1-3，公司存货规模为 3.65 亿元，同比增长 58.0%。2020 年，公司存货周转天数为 219.98 天，较 2019 年减少 21.94 天；2021Q1-3，公司存货周转天数为 164.13 天，同比减少 23.60 天。

图 19：2016-2021Q1-3 公司存货规模（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2016-2021Q1-3 公司存货周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 外销业务：五大核心客户销售额增长稳健，中孟越协同快反

2.1. 致力于为全球客户提供高品质帐篷产品，前五大客户销售额稳步增长

OEM/ODM 业务为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品远销欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场。

公司 OEM/ODM 业务客户分为普通零售商、专业零售商和品牌商三大类，普通零售商经营综合性的生活用品，如 KMART 等；专业零售商主营体育运动用品和户外用品，如迪卡侬等；品牌商主营自有品牌户外产品，如 Mountainsmith 等。

表 2：公司 ODM/OEM 业务主要客户

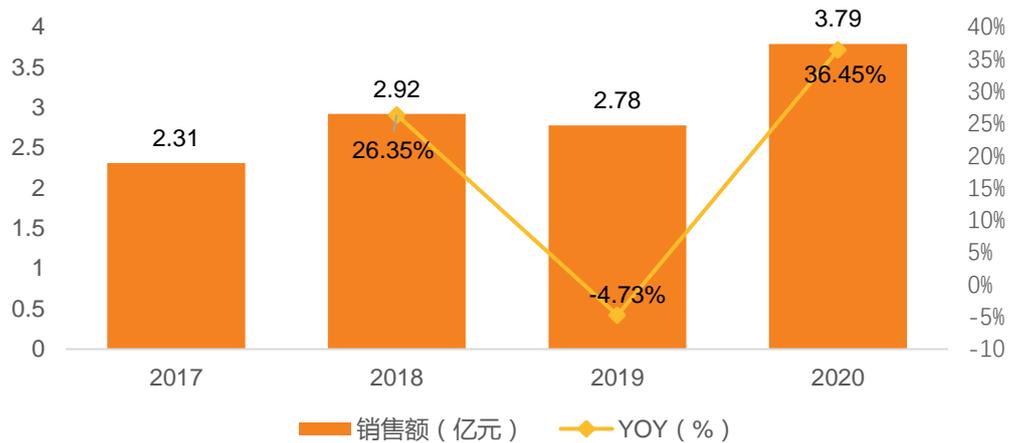
客户名称	LOGO	国家	客户简介	类型
DesiproPte.Ltd. (迪卡侬)		法国	全球知名的体育用品零售商之一，成立于 1976 年，目前在全球已拥有超过 600 家门店。	专业零售商
GooutdoorsLtd.		英国	英国户外用品销售品牌，在英国拥有 41 家超级零售店，旗下产品包括野营设备、户外服饰、登山、滑雪、骑马、钓鱼等装备。	专业零售商
HomeRetailGroup(Asia)Limited		英国	英国领先的家庭和一般商品的零售商。	普通零售商
HalfordsLimited		英国	英国非食品零售企业之一，在整个英格兰、威尔士和北爱尔兰设有近 400 家零售店。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。	专业零售商
MalaccaSourcing Pte.Ltd.(SportmasterLtd.)		俄罗斯	全球排名前列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。	专业零售商
MountainsmithLLC		美国	美国知名户外品牌商，尤以户外包具出名。	品牌商

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 OEM/ODM 业务前五名客户销售额稳步增长，2020 年疫情下表现更亮眼。前五名客户 2017-2020 年销售额从 2.31 亿元增长至 3.79 亿元，CAGR 为 17.99%。

2020 年，面对疫情及复杂的国内外形势，外销事业部：1) 快速响应市场、客户需求的变化，为客户提供满足消费者需求的优质产品，增强客户粘性，巩固核心业务区的市场占有率；2) 通过技术与规模优势科学管理订单生产，同时做好供应链、物流仓储、生产基地的提前布局，保证产能覆盖未来订单需求。

图 21：2017-2020 年前五名客户销售额及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

围绕公司长期发展战略目标，公司 OEM/ODM 业务在市场维护与开发方面，保持客沟通渠道通畅，快速响应市场、客户需求的变化，维持核心业务区的市场占有率；做好市场调研，加强潜力较大的市场地区业务开发。

2.2. 全球基地分布，产能充足&供应链协同实现快反

2.2.1. 国内、孟加拉、越南三大生产基地灵活调配释放产能

公司露营帐篷产品主要出口发达国家，为了便于产品出口货款结算、有效降低生产成本，公司在香港设立了全资子公司香港来飞，在孟加拉伊苏瓦迪出口加工区(EPZ-Ishwardi)设立了全资子公司孟加拉天野。

公司生产基地及产能变化历程：1) 2014 年，孟加拉天野进入工厂试生产阶段。2) 2017 年，在越南设立全资子公司天野户外(越南)有限公司，在越南海阳省新建生产基地，主要负责帐篷的海外生产，在孟加拉 Ishwardi 出口加工区、江西鄱阳扩建生产基地。3) 2018 年，完成孟加拉扩建厂房、越南新建厂房。公司海外产能达到 1600 万美元，同比增长 63.33%。公司 OEM/ODM 产能“内稳外增”，海外基地生产效率趋稳。公司结合外销订单增长趋势，布局海外生产基地建设。4) 2019 年，对已有制造基地产能整合与升级，实现降本增效。外销业务营业成本比 2018 年下降 6.78%，使外销业务毛利率增加 1.85 个百分点。5) 2020 年，公司拥有国内与越南、孟加拉三大生产基地。

公司通过灵活的订单调配降低疫情对生产带来的不利影响，通过科学生产计划、厂区扩建充分提升产能利用率，配合业务订单增长需求。应对国际形势的复杂多变，公司积极全球战略布局，在保证战略客户持续稳定合作的基础上，积极开拓新市场，完善全球销售网络。

表 3：公司生产基地与产能变化情况

年份	基地及产能	说明
2014 年 1 月	孟加拉天野	孟加拉天野基本完成流水线安装，员工培训，进入工厂试生产阶段。
2015 年 12 月 31 日	公司自产帐篷年产能约 106 万顶	较 2014 年大幅上升约 22 万顶，主要是因为公司全资子公司龙游勤达作为收购主体收购了惠君帐篷、泰来帐篷与户外用品生产相关的经营性资产，增加公司当年产能约 10.4 万顶； 公司全资子公司常山天野，作为收购主体收购了拓金帐篷与户外用品生产相关的经营性资产，增加公司当年产能约 3.6 万顶；鄱阳天野当年新增产能约 8.0 万顶。
2016 年 12 月 31 日	孟加拉天野设计年产能约 12 万顶	孟加拉天野，产品主要销往发达国家与地区。 公司自产帐篷年产能，较 2015 年上升约 5 万顶，主要是因为公司全资子公司常山

	帐篷； 公司共有衢州天野、龙游勤达、鄱阳天野、孟加拉天野和常山天野五个生产基地，自产帐篷年产能约 111 万顶	天野 2016 年度实际有效产能按 12 个月计算。
2017 年	在越南设立全资子公司天野户外(越南)有限公司	主要负责帐篷的海外生产，2017 年已全面投入使用。孟加拉子公司进一步扩大产能，对现有工厂通过团队专业技术人才培育，实现跨国生产与国际国内业务的协同性，有效降低生产成本的同时提高生产效率；
2017 年	在越南海阳省新建生产基地；在孟加拉 lshwardi 出口加工区及江西鄱阳扩建生产基地	公司 OEM/ODM 业务随着公司全球产能的配置及制造端的升级，OEM/ODM 业务订单增加
2018 年 12 月 31 日	完成孟加拉扩建厂房、越南新建厂房。公司海外产能达到 1600 万美元，同比增长 63.33%。	产能逐步释放的同时生产效率也将步入稳定成熟期。随着公司海外生产基地建设完工，产能逐步释放，国外国内 OEM/ODM 业务将通过合理的生产计划安排，充分发挥协同效应。
2019 年	对已有制造基地产能整合与升级，实现降本增效	外销业务营业成本比 2018 年下降 6.78%，使外销业务毛利率增加 1.85 个百分点。
2020 年 12 月 31 日	公司拥有国内与越南、孟加拉三大生产基地	通过灵活的订单调配降低疫情对生产带来的不利影响，通过科学生产计划、厂区扩建充分提升产能利用率，配合业务订单增长需求。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 推行数字化中心，加强信息化、互联网化、数字化，逐步向智能化工厂转型

信息化+互联网化+数字化，有效提升运营管理效率、优化用户体验。提升企业内部效率推行数字化中心，为了解决企业持续高速发展带来的业务链、供应链、内部管理等一系列问题，公司推行数字化中心，将分别从营销层级、业务层级、内部管理、供应链等多个层面，从上而下，由外而内的逐步完成企业运作和管理的升级；旨在通过企业的信息化、互联网化和数字化，提升企业内部运作效率，并最终输出用户体验的优化。

加强精益化、自动化、智慧化、智能化，逐步向智能化工厂转型。制造中心逐步转型升级，通过升级硬件、软件，不断加强精益化、自动化、智慧化、智能化四化建设，逐步实现精益管理与智能制造。公司信息化升级，持续推动信息化项目落地，实现 AI 提效，实现逐步向智能化工厂的转型。

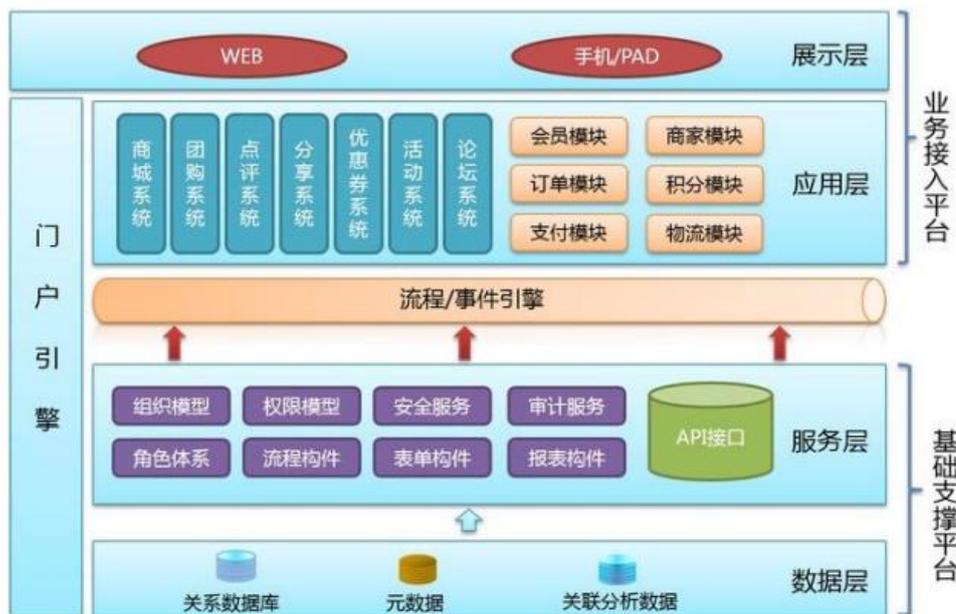
表 4：公司信息化项目及变更

年份	项目	说明
----	----	----

2017 年	O2O 管理系统及信息化建设项目	公司 O2O 管理系统及信息化建设包括前端营销业务系统和后端业务管理系统建设，前端营销系统为 O2O 管理系统，后端业务管理系统将引入金蝶 EAS 整体方案，内容包括:战略管理、财务管理、企业门户、供应链、零售终端、订货会、POS 收银、成本管理、质量管理、资产管理、人力资源、BOS 流程管理、协同办公、BOS 集成等，最终形成统一集成、灵活、高效、协同、具有多维分析能力的综合信息管理系统平台，成为公司重要的经营决策和管理工具。
2018 年	项目变更，将原募投项目“牧高资料来源：天风证券研究所笛‘一站式’营销渠道建设项目”和“牧高笛 O2O 管理系统及信息化建设项目”的募集资金，变更投入到新募投项目“牧高笛全渠道营销网络建设项目”。	O2O 管理系统及信息化建设可有效地对企业资源进行整合，业务流程进行优化，同时提供可靠的数据反馈以反映消费需求。鉴于项目可行性研究报告编制时间较早，项目涉及的部分硬件、软件有了更好的升级或替代产品，如按原计划投入募集资金进行项目建设将难以达到最佳效果。为保证项目实施达成最佳效果，拟将本项目融入营销网络建设项目中，部分用于前端营销业务系统和后端业务管理系统的硬件、软件采购，部分用于支持其他营销渠道建设。

资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 22：O2O 管理系统结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

大数据、标准化推动制造升级、品质提升。通过自动化吊挂、RFID、传感器等设备升级智慧化，以及 ERP、APS、MES、GSD 等软件功能模块升级，实现工厂生产体系（计划排产体系、物流控制体系、现场执行体系、设备管理体系、能效控制体系）的大数据分析与管理信息化；再通过管理信息的及时反馈，不断完善工艺、产品、作业的标准化流程，推动制造升级、品质提升的良性循环。

优化工厂各功能区布局，提升闲置场地利用率，改善作业环境；重估市场环境，做好供应链、物流仓储、生产基地的提前布局。生产基地产能充足且在各国之间可灵活调配，智能化提升效率，共同助力公司实现快速响应。

提倡环保理念，推行绿色运动。在 5S 管理模式的常规管控基础上，通过环保主题活动、有奖答题学习、绿色积分行动的组织，加上不定期巡查的全员监督机制，促进全员参与绿色运动，实现从生产线到后勤办公每个环节的节能减排、降低污染目标。2020 年，升级绿

色运动：在绿色运动基础上，提高利益相关方的环境保护意识；促进环境友好型工作方式。

3. 品牌业务：大牧持续提升品牌影响力，小牧精准市场推广与渠道下沉

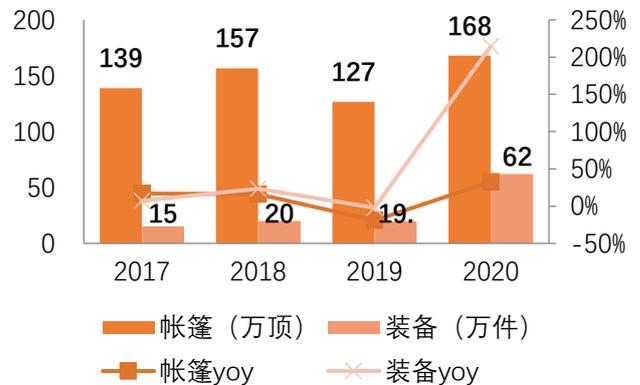
核心主打产品露营户外系列，乘精致露营趋势稳步增长。疫情促使人们重视健康、参与户外锻炼，也使露营成为 2020 年流行的户外活动之一。作为牧高笛核心主打产品的户外露营装备系列，涵盖了高海拔露营、徒步露营、公园休闲、精致露营和旅行等场景，满足了消费者各场景下的专业装备和服装需求，也获得消费者的认可与好评。2020 全年牧高笛 (MOBIGARDEN) 品牌帐篷的累计销量超 13.3 万顶，同比增长超 66%；全年专业装备 (含团购) 渠道实现收入 0.38 亿元，较上年增长 61.13%。

图 23：2017-2020 年帐篷及装备销售额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2017-2020 年帐篷及装备销售数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

响应国家政策，推广户外文化。自 2016 年以来，国家体育总局、中共中央办公厅、国务院办公厅等相关部门围绕体育、户外运动产业发布了一系列支持政策，国内徒步健身步道、骑行大道、露营地等基础设施建设逐步增加完善。2019 年最新发布的《进一步促进体育消费的行动计划(2019-2020 年)》中亦表示：大力发展健身休闲消费。重点支持消费引领性强的健身休闲项目发展，推动水上运动、山地户外、航空运动、汽摩运动、马拉松、自行车、击剑等运动项目产业发展规划的细化落实，形成新的体育消费热点。

公司已入选“国家体育产业示范单位”，将继续响应国家体育消费政策，结合公司业务，推动“户外文化+体育消费+旅游露营”融合项目的开展，通过品牌主题露营活动让更多消费者近距离接触并体验户外产品。

表 5：国家系列政策支持

年份	国家政策
2014	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2016	《全民健身计划（2016-2020 年）》
2019	《进一步促进体育消费的行动计划(2019-2020 年)》

资料来源：国家体育总局官网，天风证券研究所

3.1. 高性能、高颜值、高性价比，全线产品提供一站式户外体验

3.1.1. 爆款产品冷山、纪元系列满足不同消费者需求，联名款增强品牌露出

爆款产品：冷山系列高性价比路线、纪元系列轻奢路线

1) 冷山系列：防风防雨，恒温耐用，轻量化便携设计

冷山帐篷适用所有户外活动，具有出色性能与高实用性，用户分布非常广泛。公园休闲、户外露营、徒步旅行、徒步登山、野外探险多场景使用。国际露营联合会，FICC 战略合作产品。高性价比专业级帐篷，冷山系列初衷“让所有国内户外爱好者能买得起高性价比专业性帐篷。”

表 6：冷山系列帐篷产品特性

产品	上市时间	价格	特性
冷山 1、2、3、4	2019 年夏季	双人：959 元/件 三人：1129 元/件	外帐：210T 防水涂层 PU2000MM 涤纶，防水贴条；内帐：210T 透气涤纶；网纱：高密度精编网纱；帐底：150D 防水涂层 PU4000MM 涤纶牛津布，防水贴条；支架：航空铝支架， 以上特性冷山系列产品统一规格。
			冷山 2：重量 2.3kg。优美弧形空间大，荷叶仿生科技，帐内里接缝处全压胶，不易进水。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。
冷山 1air、2air、3air、4air	2019 年秋季	单人：769 元/件 双人：919 元/件 三人：1099 元/件 四人：1199 元/件	冷山 1air：重量 1.9kg。内帐门全网纱设计，提升帐内的通风透气性能。荷叶仿生科技，涤纶外帐不易变形、耐腐蚀。
			冷山 2air：重量 2.2kg。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。外篷增加了 4 个拉绳点，可根据户外实际使用环境，增减定风绳。内外篷连接方式改为插卡式形式，配以色板插口，方便快捷识别。
			冷山 3air：重量 3.02kg。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。
			冷山 4air：重量 3.4kg。
冷山 2plus、3plus	-	双人：1609 元/件 三人：1279 元/件	冷山 2plus：重量 2.6kg。冷山 3plus：重量 3.1kg。内帐门双层网纱设计，在寒冷环境下拉起内层可增加帐内的保暖性能，亦可拉开内层提升帐内的通风透气性能。带雪裙设计，将风雪挡在外帐之外，不让其侵入帐篷内部，保持帐内干燥。
			

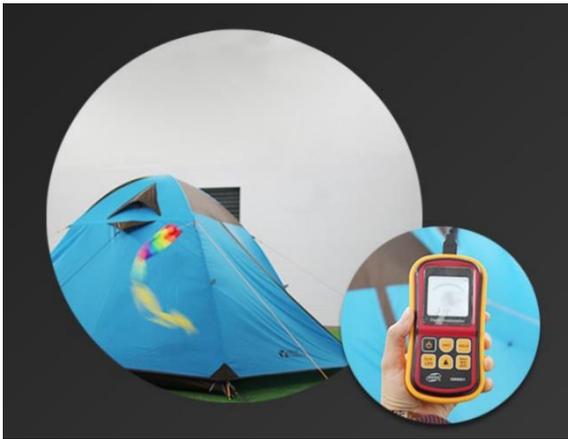
资料来源：牧高笛天猫旗舰店，牧高笛官网，天风证券研究所

防风性，搭配防风绳使用可抵抗七级大风。 流线型设计有效减少风阻，航空铝杆在大风力压迫下不变形，地钉加防风绳，多重保护。冷山系列帐篷专业风洞通用测试，配套 2 根防风绳，在风大的环境需另外搭配 4 根防风绳及地钉固定好帐篷，可抵抗七级大风。

支架耐用性，铝合金支架柔韧性强，不易折断，具有防腐性。 7001 航空铝合金支架，减轻支架重量，同体积下，铝架的重量仅为玻璃纤维杆的 1/3，重量更低，携带轻便。抵御 7 级大风，强度更高，牢靠耐用。

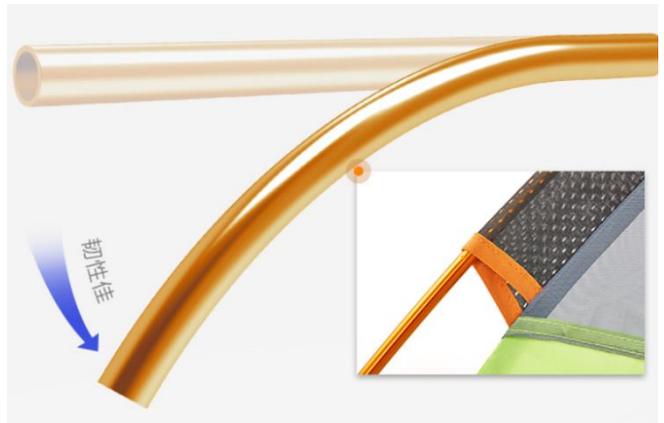
外帐耐用性，PU2000MM 高密度涤纶，强力耐磨防腐。 加高底账提升防渗水且耐磨性高，减少被尖锐物品划坏的风险。

图 25：冷山系列搭配防风绳，抵御七级大风



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

图 26：冷山系列铝合金支架，不易折断



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

防雨性，210T 防水涂层全帐防水压胶，可抵抗暴雨。通过专业防雨测试，外帐防雨性能可达 2000MM，底帐防雨性能可达 4000MM，抵御大暴雨级别。

恒温性，双开设计增强空气对流，夏天不闷热秋冬更保暖。增强透气性，减少夏季露营闷热问题，前后开门创造双侧进出空间，增强用户使用便捷性。配合双面透气网纱，形成四面通风的物理结构，有效解决帐内闷热问题，更加舒适露营。

便携性，轻量化设计，全帐重量仅为 2.64kg。

图 27：冷山系列防雨性强，抵抗暴雨



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

图 28：冷山系列双开设计，四面通风



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

2) 纪元系列：轻奢定位，超大空间，可搭配其他配件，提升功能性

2020 年夏季，公司推出纪元系列帐篷：150 帐篷·檐、230 帐篷·营、290 帐篷·庭、290 帐篷·居；2021 年秋季，公司推出纪元系列帐篷：A 塔帐篷、棉布帐篷·居、205 帐篷·屋。

涤棉面料，防水、防晒、耐磨。耐磨抗撕裂，外帐防水性能 PU2000MM，底帐防水性能 PU4000MM。UV50+，阻隔紫外线。

双层帐门，布门防风防雨，网纱透气防蚊。前后通风双开门，进出便利，内部空间大。Y 杆前厅，增大进出空间，全景天窗设计。

多出加固设计。航空铝合金帐杆，轻量强韧。22mm 加粗铝合金支架，坚牢稳固。倒 V 屋脊造型，受力加强更稳固。受力加强部位双层布料，抗撕裂。

可搭配其他配件，提升功能性。可搭配天幕，扩展空间。可搭配底布，帐篷与底布采用枣核扣设计。可搭配内帐，变一室一厅。

表 7：纪元系列帐篷产品特性

产品	上市时间	价格	特性
150 帐篷·檐 	2020 年夏季	2999 元/件	重量 9.2kg。可容纳 2-3 人。UV50+，阻隔紫外线。 防水涤棉 ，PU2000MM，耐磨抗撕裂。 双层帐门设计 ，透气防蚊。 全连底防水 ，适应多变天气。 倒 V 屋脊造型 ，受力加强更稳固。两侧立体通风设计。
230 帐篷·营 	2020 年夏季	3199 元/件	重量 12.4kg。可容纳 4-5 人。 多边形设计 ，抗风雪能力强。 前后通风双开门 ，进出便利。UV50+，防水涤棉 PU2000MM。 双层帐门 ，透气防蚊。 可搭配天幕 ，扩展空间。可控开合天窗，促进空气流通。 可拆卸地布 ，隔脏防污。22mm 加粗铝合金支架 ，坚牢稳固。
290 帐篷·庭 	2020 年夏季	6459 元/件	重量 15.5kg。 自带大前厅 ，可拓展成遮阳凉棚，内部宽敞大空间，可容纳 5-8 人。帐篷中自带两根铝合金门厅支杆。 超大落地窗 ，结合后部大通风立体窗。 帆底自带底布 ，搭建便利。 顶部可控开合顶窗 ，透气通风。22mm 加粗铝合金支架 ，坚固耐用。 防水涤棉 PU2000，抗拉强度大。 可搭配底布 ，帐篷与底布采用枣核扣设计。 可搭配内帐 ，变一室一厅。
260 帐篷·居 	2020 年夏季	5999 元/件	重量 20kg。 倒 V 型三通铝杆 ，方便支撑，内部超大空间，可容纳 5-6 人。 增加墙高 ，增设网纱通风口，拉链开合，透气通风。 全防水连底设计 ，拉链拆卸，安装便利。 涤棉面料 ，耐磨抗撕裂，防水 PU2000MM，UV50+，抵御紫外线。 双层帐门 ，一层网纱，一层布门。 可搭配内帐 ，保护隐私。 受力加强部位双层布料 ，抗撕裂。 顶窗设计 ，促进空气循环。
A 塔帐篷 	2021 年秋季	2899 元/件	重量 7.47kg。 金字塔造型 ，可容纳 2-4 人。 防水涤棉面料 ，耐磨抗撕裂，PU2000MM，UV50+。 双层帐门设计 ，透气防蚊。 航空铝合金帐杆 ，轻量强韧。 可连接天幕 ，增设会客厅。
棉布帐篷·居 	2021 年秋季	5799 元/件	重量 12kg。 Y 杆前厅 ，增大进出空间，全景天窗设计。可容纳 3-4 人。 双层后门设计 ，布门防风防雨，网纱透气防蚊。 防水涤棉 ，耐磨抗撕裂，防水 PU2000MM，防晒 UV50+。 顶窗烟囱出口 ，可在室内使用柴火炉。 增加墙高 ，两侧可通风。
205 帐篷·屋 	2021 年秋季	8999 元/件	重量 18kg。可容纳 3-4 人。 双层帐顶 ，防晒防雨天幕布，防泼水棉布帐身。 防水涤棉 ，耐磨抗撕裂，PU2000MM，UV50+。 双层帐门设计 ，透气防蚊。 前后通风双开门 ，进出便利。

资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

联名款覆盖萌系、轻奢系，满足不同消费者需求

1) LineFrinds 联名款：IP 结合弹压科技，全自动速开帐篷

LineFrinds 与牧高笛联名款帐篷有四款：公园休闲自动速开帐篷，搭建省力；防水涤纶 A 塔，采用铝合金帐杆，防水涤纶面料；防水涤纶帐篷，采用倒 V 型三通铝杆撑起前后帐门，方便进出；全自动速开帐篷，大面积纱窗，大空间设计。

表 8: LineFrinds 联名款帐篷特性

产品	上市时间	价格	特性
公园休闲自动速开帐篷	2021 年春季	1199 元/件	重量 3.92kg。内帐和外帐聚酯纤维面料，防水系数 1500M，底帐防水系数 PU2000MM。 自动弹压科技 ，搭建更快捷，更省力。 两侧大面积网纱窗设计 ，前后双开，四面通风，阻挡蚊虫。 大空间设计 ，近 4 平米，足够容纳 2 位大人和 2 位儿童。 美国 CPSC 消费品安全认证 ，婴幼儿童亦可放心使用。
			
防水涤纶 A 塔	2021 年春季	1899 元/件	重量 4.04kg。 防水涤纶面料 ，坚固耐用，抗皱免烫。外帐防水系数 PU2000MM，底帐防水系数 PU4000MM。 双开门设计 ，透气防蚊，防风防雨。 铝合金材质帐杆 ，质轻坚韧，良好耐蚀性。 内部大空间设计 ，可容纳 4 人。 可搭配天幕 ，搭建日系风小屋。
			
防水涤纶帐篷	2021 年春季	2399 元/件	重量 4.76kg。 采用倒 V 型三通铝杆撑起前后帐门 ，打造出屋脊造型，方便进出。 帐底采用单层全连底防水设计 ，防水系数 PU4000MM。无需另行购买地布，搭建更省力。 防水涤纶面料 ，坚固耐用抗皱免烫，防水系数 PU2000MM。 两侧通风窗口设计 ，可用风绳调节通风口大小。 双层帐门 ，透气防蚊防风防雨。
			
全自动速开帐篷	2021 年秋季	1199 元/件	重量 4.4kg。内帐和外帐聚酯纤维面料，防水系数 1500M，底帐防水系数 PU2000MM。 自动弹压黑科技 ，安全更省力。全新研究的 AUTO-HYDRAULIC 牵引式自动升降技术 ，大大提高用户操作体验。 大面积网纱窗 ，透气防蚊。 大空间设计 ，近 4 平米大空间，足够容纳 2 位大人和 2 位儿童。
			

资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

2) REDesign 联名款：纪元系列联名，轻奢露营定位

REDesign 与牧高笛纪元系列 150 帐篷联名：檐。设计理念“穿梭在绿林中，深入到自然里，看日出日落，看星星闪烁。与露营玩家——露营薯一起逃离城市，拥抱大自然，出发去 Camping 吧！”

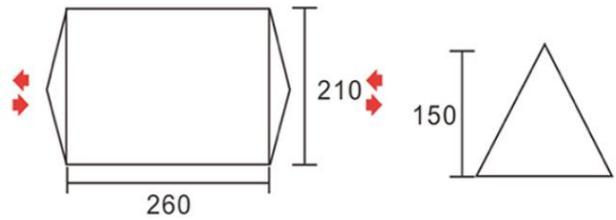
2021 年冬季上市，价格 2799，重量 9.2kg，可容纳 2-3 人。1) **倒 V 屋脊造型**，受力加强更稳固。采用三通铝杆撑起前后帐的方便进出。2) **全连底防水设计**，适应多变天气。前后拉出的三角区域，能防止雨水流入帐内。3) **双层帐门设计**，透气防蚊。采用一层网纱一层布门设计，网纱透气防蚊，布门防风防雨。4) **防水涤棉材质**，耐磨抗撕裂。外帐材料，采用 35%棉 65%涤纶，防水性能 PU2000MMW/R。帐底材料，采用牛津布 150D，防水性能 PU4000MMW/R。网纱采用 20D 防勾纱。5) **UV50+阻隔紫外线**。

图 29: REDesign 与牧高笛纪元系列 150 帐篷联名·檐

图 30: REDesign 与牧高笛纪元系列 150 帐篷联名·檐产品规格



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

3.1.2. 精选功能性面料，贴合国人身形，注重穿着感

专业面料结合精致设计，适合国人身形。除了专业户外用具帐篷和相关配件，牧高笛还生产服装，上装主要包括羽绒服、冲锋衣、抓绒羊羔毛外套、空气层卫衣、弹力外套、休闲风衣等。采用专业面料和精致设计，适合国人身形。

表 9：牧高笛上装：

产品	图片	价格	特性
雪燕山地羽绒服		1699 元/件	50D 防水耐磨面料；大绒朵优质鹅绒，90%含绒量，700+FP 高蓬松度，有助于固定更大体积的隔热空气层，防止穿着者体内热气流失；120° C 蒸汽消毒烘干，鹅绒清洁度 1000MM+；热能反射面料，高效反射人体自身热能，并通过点状分布大幅提升透气度、弹性及舒适度，使热能储存效率提高 20%以上。
岩羊山地冲锋衣		1399 元/件	70D 尼龙防水面料；尼龙空气变异纱线，减少摩擦力损伤，单点耐磨次数从 10000 转提升到 20000 转以上；三合一设计，多场景使用，跨越多季节穿着；290G 蓄热摇粒绒，保暖防静电；根据亚洲人体型特点运用 3D 立体剪裁，更适合国人身形。
男士立领抓绒		539 元/件	羊羔毛仿生设计，高蓬松度量轻处理；立领上梭织布装饰，有效防止寒风入侵；袖口下摆螺纹收口设计，更好的包裹手腕和下摆；采用树脂拉链，易拉顺滑。
男士空气层卫衣		469 元/件	太空棉面料，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夹层；抽绳连帽设计，方便固定帽型；时尚切割线+隐形拉链的设计，安全美观。
男士连帽弹力外套		699 元/件	双层双面耐磨弹性组织，高密度组织，360 度全向弹性；仿荷叶生物拒水科技，水滴到表面呈露珠状滑落；立体剪裁，简约大气的分割

女士休闲风衣		799 元/件	防磨仿金属纤维，触感柔韧、有骨感；仿荷叶生物拒水科技，水滴到表面呈露珠状滑落；微皱处理，减少了织物与体表人接触；白色嵌条工艺，形成色彩对比。
--------	---	---------	--

资料来源：牧高笛官网，天风证券研究所

功能型面料结合防水科技，休闲舒适定位。牧高笛下装主要包括弹力长裤、软壳长裤、保暖长裤、休闲卫裤等，采用功能型面料和防水科技，版型简约，适穿性强。

表 10：牧高笛下装：

产品	图片	价格	特性
女士弹力长裤		569 元/件	全向弹性面料，弹性强舒适无束缚；仿荷叶拒水科技，防泼水；口袋拉链，保护财物。
女士软壳长裤		499 元/件	XOPT 三层复合面料，防风保温防水透气，保温防止热量流失；简约版型，适穿百搭；侧边拉链，保护财物；侧腰橡筋，包容性强，适销人群广。
男士保暖长裤		639 元/件	三层复合长绒面料，防风保温防水透湿，长毛抓绒，保温防止热量流失；腰部松紧带，包容性强，适穿性强；侧袋、后袋拉链，保护财物。
男士休闲卫裤		499 元/件	复合天鹅绒面料，保暖时尚，穿着舒适；锥形裤，修饰身形，显腿长；全腰橡筋设计，可调节，穿着无束缚包容性强；脚口螺纹，有运动感，休闲时尚。

资料来源：牧高笛官网，天风证券研究所

3.1.3. 地垫、睡袋、灯具、炊具等工具全线供应，全面提升用户户外运动体验

专业装备除了帐篷，牧高笛还生产气垫、地垫、登山杖、灯具、睡袋、家具、炊具、背包等产品。

双人自充垫：PU 发泡高回弹海绵设计，柔软舒适。高密度聚酯材料，斜纹提花工艺，透气防潮，防泼水。插扣收纳设计，便捷收纳。自动充气，舒适气枕，双人加宽设计，户外旅途更省力。

铝合金登山杖：适于长时间徒步旅行和雪地行走。减震环的合理位置保证了登山杖最大程度的收缩性和使用中的最佳摆动惯量。防滑橡胶手柄舒适性强。双关节锁紧系统安全、快速、稳固长度的调整。

营灯：USB 充电，磁铁吸附，IPX6 防水，国际标准认证，不惧暴风雨。在户外露营可吊挂使用，多种亮度可调节。可磁铁吸附功能，在不同需求环境下灵活使用。

睡袋：配置抽拉绳调节松紧度，锁温与透气切换便捷。底部与侧面有拉链，起到散热和透气的效果。

图 31：牧高笛双人自充垫、铝合金登山杖



资料来源：牧高笛官网，天风证券研究所

图 32：牧高笛营灯、睡袋



资料来源：牧高笛官网，天风证券研究所

折叠椅：600D 牛津布 PU，安全透气，精致包边，结实耐用。航空铝合金支架，厚实精致，承重能力好。

野营吊锅：适用于露营，自驾等。坚固耐用，使用方便，可配合营火三脚架使用，采用超轻铝材，表面通过阳极氧化处理，抗摩擦，耐腐蚀。

背包：生理曲线背板，呈现人体工学曲线以贴合人体背部。两侧腰带口袋，左右两侧可放置小物。透气加厚肩带设计，有效分散肩部压力。顶部扩容设计，并搭配抽绳，自由伸缩。面料防泼水，抗撕裂。

图 33：牧高笛折叠椅、野营吊锅、背包



资料来源：牧高笛官网，天风证券研究所

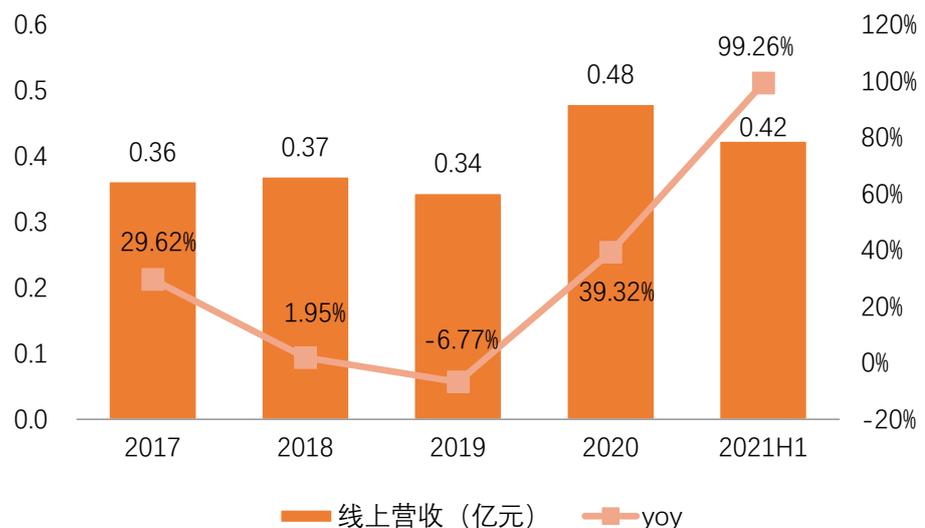
3.2. 把握流量机遇，精准市场推广及渠道下沉，参股大热荒野布局下游露营

3.2.1. 把握线上流量机遇，丰富产品矩阵&优化视觉形象以提升用户体验

把握线上渠道流量机遇，顺应户外运动流行趋势，户外露营用品需求稳健增长。2020 年年初疫情突发至当下疫情常态化，线上渠道呈现消费增长、直播平台呈现流量增长，公司抓住流量机遇，实现线上渠道收入增长。2017 至 2020 年线上渠道营收规模自 0.36 亿元增长至 0.48 亿元，主要系 2020 年以来疫情影响，参与户外露营的人数与频次增长，进而带动户外露营用品需求的增长。

其中，疫情期间，2019 年线上渠道营收 0.34 亿元 (-6.77%)，2020 年 0.48 亿元(+39.32%)。2021Q1-3 线上渠道营收 0.42 亿元，同比增长 99.26%。

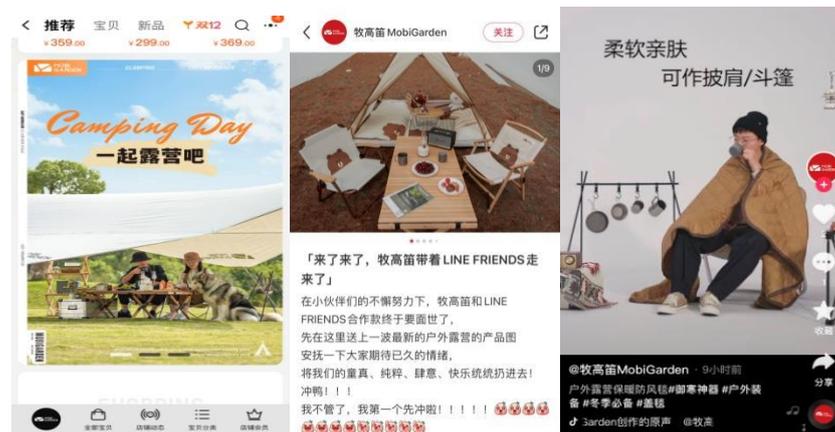
图 34：牧高笛线上渠道营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

优化线上品牌形象，提升用户体验。一方面，丰富线上品类，升级线上视觉形象，及时梳理、优化线上产品结构与品牌视觉形象，场景化体现产品使用，进一步增强商品视频展示方式，以此增加消费者购物体验和品牌认知。另一方面开展直播营销，加强短视频、软文等内容营销手段，加强在抖音、小红书等社交平台的推广，加强和主流年轻消费者的品牌互动。

图 35：牧高笛线上品牌形象



资料来源：牧高笛天猫旗舰店、小红书官方号、抖音官方号，天风证券研究所

丰富线上产品矩阵。电商事业部梳理线上产品结构，升级产品演绎方式，以系列化形式开发更多适合徒步、公园、精致露营场景的户外产品。

图 36：牧高笛线上品类



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，天风证券研究所

加强会员私有化服务。通过线上线下的打通，完成品牌会员的数字化管理，实现会员在多渠道的身份统一识别、统一营销、统一管理和统一服务，提供会员在多场景多渠道之间的无差别消费体验。同时，通过线上社区和俱乐部，结合会员诉求或热门 IP，策划精彩的户外活动。2021 年 4 月 21 日至 22 日，牧高笛 MOBIGARDEN 携手乡伴野邻在苏州周庄野邻花园营地共同举办“MOBIVILLA 在野为邻”天猫露营大会，对户外的热爱将大家聚到一起。

图 37：牧高笛会员特权及活动

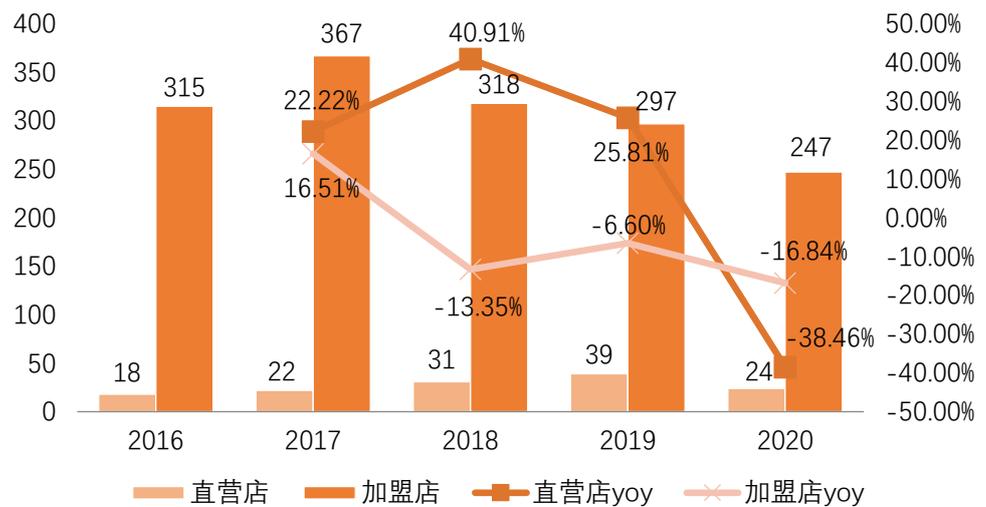


资料来源：牧高笛天猫旗舰店、牧高笛官网，天风证券研究所

3.2.2. 线下精准市场推广与渠道下沉，与客户优势互补实现共赢

放缓开店计划，充分市场调研为开、拓店提前布局。2020 年，线下零售受疫情影响较大，品牌业务部 1) 放缓开店计划，关停业绩差、效率低的店铺，有效降损；2) 充分市场调研，为开、拓店提前布局。自 2017 至 2020 年，直营店数量从 18 增加至 24 家，加盟店由 315 减少至 247 家。

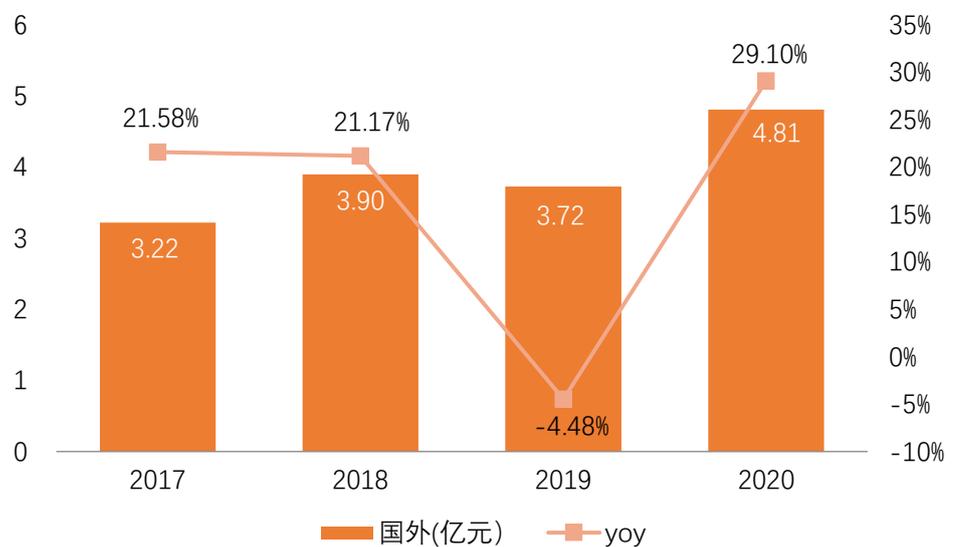
图 38: 牧高笛实体门店数量



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

大牧事业部扩展渠道、跨界合作, 打造头部品牌。加强政企、行业协会的共赢合作, 加强团购市场的开拓力度, 充分海外市场调研, 加强品牌跨境销售业务, 开拓海外新市场。自 2017 年至 2020 年, 牧高笛国外营收由 3.22 亿元增加至 4.81 亿元。

图 39: 2017-2020 牧高笛国外营收情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

小牧事业部提升开店效率、精准推广、渠道下沉。小牧事业部 1) 提升开店效率: 优化开店标准、流程, 做好市场调研, 科学、合理、灵活推进全年的门店开设计划。2) 增加拓展精度: 加大下沉市场开发力度, 精练拓展团队增加内部培训, 提升经销商服务水平与专业度; 3) 提升店效、人效: 升级门店布局, 提升购物体验, 提炼品牌卖点, 加大自媒体推广, 加强店员专业与营销知识培训, 提升店效、人效。小牧事业部通过老店坪效提升, 亏损门店关闭, 精准市场推广与渠道下沉。

牧高笛营销渠道具有优势。公司营销网络涵盖百货商场店、购物中心店、综合街边店、电

子商务平台等各种形式，实现线上和线下从不同层面贴近目标消费群体。同时，通过成熟的渠道管理体系，加强从经销商筛选、订货会组织、订单执行、终端门店管理、定价策略、促销方案等各个环节的互联互通，强化公司与渠道客户之间的优势互补，从顶层设计到渠道落实实施，能够快速反应公司最新政策及理念调整，实现资源的整合和优化，形成经销商和公司之间合作共赢的局面。

2021年11月26日公司全资子公司海口牧高笛与武汉大热荒野签署增资协议，大热荒野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，目前开始自建营地，面向高端玩家升级服务体验。海口牧高笛以1000万元认购大热荒野10%股权，同时公司将委派一名高管担任大热荒野董事；公司看好精致露营市场与大热荒野的未来发展，且双方上下游关系也有良好的协同价值。

图 40：大热荒野露营晚会



资料来源：大热荒野官方微博，天风证券研究所

图 41：大热荒野露营晚会



资料来源：大热荒野官方微博，天风证券研究所

3.3. 加强 IP 跨界合作及与品牌互动，关注流量领域品牌露出

细分使用场景，实现客群精准营销。运动、休闲、时尚品牌陆续跨界户外市场，进一步加剧了市场竞争激烈程度。公司将继续秉承“产品+场景”的开发理念，同时紧跟市场发展动态，加力打造大牧品牌与小牧品牌，并通过细分使用场景实现消费客群的精准营销。产品设计更趋时尚化、潮流化，深度打磨并为消费者提供独具匠心的产品和服务，认真做好主业以应对市场环境的变化。

IP 跨界，流量营销：继续加强与各类赛事、专业社群的合作，关注流量领域的品牌露出，寻求与更多流量 IP 的跨界合作、联名款推出。

1) **赞助户外活动。**截止 2020 年，牧高笛专业装备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。

图 42：牧高笛赞助的专业户外活动



资料来源：牧高笛公司官网，天风证券研究所

2) 加强跨界合作。公司将更多产品与 ELEMENT、山系文化 Mounster、一帐 Camplus、野邻 Xcamping、草莓音乐节、GOOOUT、理想汽车、MERCEDES-BENZ、MINI、LANDROVER、小牛电动、DiscoveryAdventuresPark、Kawasaki 的活动作了品牌互动，增加了品牌曝光率与影响力。

图 43：牧高笛与众品牌合作互动



资料来源：牧高笛公司官网，天风证券研究所

大牧事业部营收实现大幅度增长。大牧事业部通过加强渠道拓展以及品牌跨界合作，提升品牌影响力，树立综合性精致露营行业头部品牌地位，截止 2021 上半年，公司专业装备渠道和团购渠道等实现收入 0.41 亿元，同比增长 347.63%。

4. 户外用品市场空间广阔，露营热潮推动进一步发展

户外运动包括登山、攀岩、露营、野外探险、骑行、滑雪等多种形式，国务院办公厅将户外运动分为山地户外运动、水上运动、航空运动、汽摩运动和冰雪运动五大模块。户外运动产品则是针对这些运动特点生产的具有一定功能性的产品，包括服装、鞋、背包、装备、

配件、器材等类别，在消费群体、产品功能、应用环境上都具有一定特点。

发达国家的户外运动发展历史较为悠久，户外运动文化底蕴较为深厚，而我国市场在经历了近 20 年的发展后，也逐步成为了继欧美等地后的全球主要户外运动用品市场之一。

表 11: 户外运动用品分类

类别	定义	产品举例
服装类	为户外运动专门制作的穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品	衣、裤、袜等
鞋类	为户外运动专门制作的穿着于脚上直接与地面接触的产品	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
背包类	为户外运动专门制作的用于容纳物品的单体独立的包囊类产品	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
装备类	为户外运动专门制作的在露营时提供保护的可折叠的产品	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等
配件类	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件	岩点、冰锥、眼镜、手表、GPS、炉具、灯具、刀具、绳索、锁具、登山杖、头盔、冰爪、安全带等
器材类	为户外运动专门制作的大型机械性器具	自行车、船舶、滑翔伞等

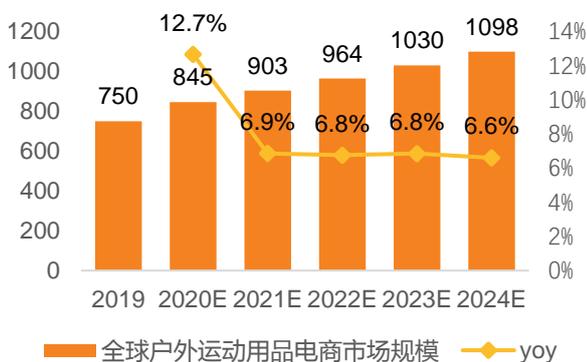
资料来源：浙江自然招股说明书，天风证券研究所

4.1. 全球户外用品行业增长稳定，欧美市场较为成熟

户外运动最早起源于欧美的传教、探险和科学考察，伴随着社会经济的发展与文化的进步，户外活动逐渐成为一种流行的休闲娱乐方式，在欧美地区逐渐形成相对成熟的产业。

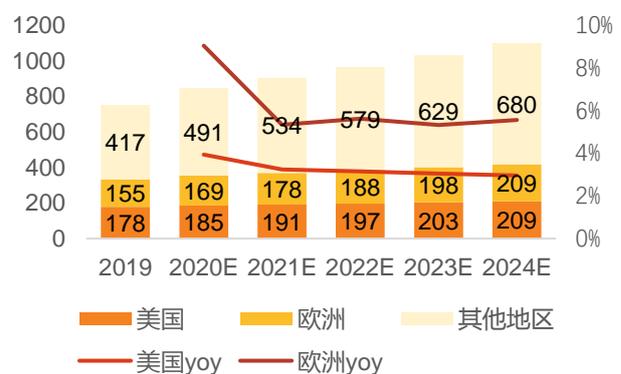
2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，欧美市场相对较为成熟。目前欧美的户外运动市场规模在全球处于领先地位，据 Statista 统计，2019 年全球户外运动用品电商市场规模为 750 亿美元，预计 2024 年规模将增长至 1098 亿美元，4 年 CAGR 为 6.8%，其中美国、欧洲占比均为 20%左右，美国略高；美国增速预计保持在 2%左右，欧洲增速预计在 6%左右，较美国更高；其他地区预计也将呈快速增长趋势，占比逐渐提升。

图 44: 2019-2024E 全球户外运动用品电商市场规模 (亿美元)



资料来源：Statista，浙江自然招股说明书，天风证券研究所

图 45: 2019-2024E 户外运动用品电商市场规模分地区占比



资料来源：Statista，浙江自然招股说明书，天风证券研究所

美国户外运动 2020 年美国户外运动参与率创新高为 53%。从电商市场规模来看，目前美国户外运动市场规模更大，但即便如此，据 OutdoorFoundation 统计，美国户外运动参与率近 15 年基本保持在 50%左右，仍有一定增长空间；2020 年美国参加户外休闲活动的人数同比增长 710 万，6 岁及以上的美人中有 53%参加过至少一次户外休闲活动，同比增

长 2.3pct，是有史以来参与率最高的一年，增长较多主要系受新冠疫情影响所致，许多美国人表示希望通过户外运动逃离疫情所带来的窒息感。

图 46：2006-2020 年美国户外运动参与人数（百万人）和参与率（%）



资料来源：招股说明书，OutdoorFoundation，天风证券研究所

4.2. 中国户外用品市场仍有较大增长空间，集中度有望提升利好头部企业

4.2.1. 国产中高端品牌商数量较少，电商销售渠道占比有所增长

我国国内已形成较为完整、成熟的户外用品产业链，具备上游供应商、中游制造商与品牌商和下游终端消费者，我国业内公司以中游制造商居多，品牌商则多处于中低端定位：

- **户外用品行业的上游为纺织行业、化纤行业及包装材料制造行业**，均为传统行业，近年来随着相关产业升级，我国已经形成了一套完善的纺织产品和化工产品的供应链，充分保障了上游纺织产品和化工产品的供应；同时，上游行业新技术和新材料的研发和应用，有利于提高产品的技术含量及品质，也对下游生产企业的发展产生了积极影响。
- **中游为产品制造企业和品牌商**，其中高端品牌商主要来自海外，而我国户外用品公司则多为产品制造企业，海外品牌如哥伦比亚（Columbia）、乐斯菲斯（TheNorthFace）等均是我国代工企业的主要客户。
- **下游包含零售商和终端消费者**，其中零售商包含**体育用品专业零售商**，如迪卡侬（Decathlon）等；**综合性普通零售商**，如家乐福（Carrefour）、沃尔玛（Walmart）等。全球大型零售商对于中游供应商的产品开发能力、质控能力、售后服务能力等多方面都有要求，选择标准一般都较为苛刻。

图 47：户外用品行业上、中、下游

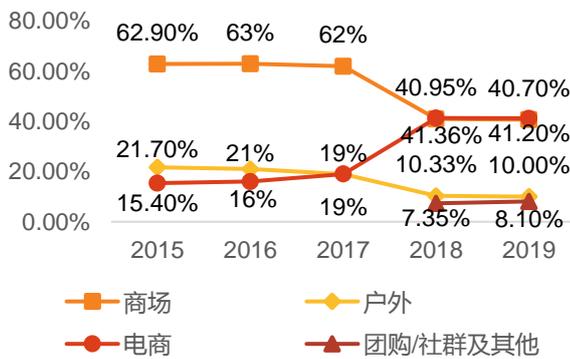


资料来源：金泉股份招股说明书，天风证券研究所

下游销售渠道方面，我国户外用品商场店渠道的市场份额占比逐渐减少，电商渠道占比有

所增长。户外用品的主要销售渠道包括商场店、专业户外店、电子商务以及团购/社群及其他等，随着互联网与电商技术的快速发展，2018 年商场店销售渠道市场份额同比减少 21.05pct，电商渠道市场份额同比增长 22.36pct。2019 年中国户外用品商场店市场份额占比 40.7%，户外店占比 10.0%，电商占比 41.2%。2015-2019 年电商渠道市场份额占比年均增长 6.45pct，电商渠道具有直接面对终端消费者，信息反馈速度快，客户范围广且不受时差、区域限制等优势，因此逐渐代替实体店成为户外用品市场最主要的销售渠道。

图 48：2015-2019 中国户外用品主要销售渠道占比



资料来源：COCA，天风证券研究所

图 49：2013-2019 中国户外用品商场、专业户外店、电商店铺数量(个)



资料来源：COCA，中国纺织品商业协会公众号，天风证券研究所

4.2.2. 中国户外用品市场保持稳定增长，集中度有望进一步提升

2019 年中国户外用品零售总额 250.20 亿元，近 20 年发展迅速。与发达国家相比，国内户外用品市场起步相对较晚，从 20 世纪 90 年代开始，经历了导入期(20 世纪 90 年代-2005 年)、发展期(2006-2010 年)、爆发期(2011-2015 年)、稳定期(2016-2019 年)四个主要发展阶段。根据 COCA 数据，2002 年至 2019 年，中国户外用品零售总额从 3.20 亿元增长至 250.20 亿元，年度复合增长率为 29.23%，增长迅速。伴随着疫情后出现的户外运动消费热潮，我国户外运动用品市场的发展或将提速。

图 50：中国户外运动用品零售总额(亿元)及同比



资料来源：COCA，天风证券研究所

我国户外运动参与率仅为欧美 1/5，国内户外用品市场发展潜力较大。我国每年有 1.3 亿人参与户外运动，占总人口的 9.5%，与欧美 50%的户外运动参与率仍有一定差距；从人均

消费金额看，我国户外活动年度人均消费额不足 20 元，欧美和亚洲发达国家的人均消费额在 300-800 元之间，对标发达国家来看，国内户外用品行业未来仍有较大增长空间。

我国户外用品行业呈金字塔型竞争格局，本土品牌向中高端户外用品市场渗透。目前，户外用品行业国内外品牌众多，市场化程度较高，行业竞争较为激烈，低端产品逐渐被市场淘汰。近年来我国户外用品行业的蓬勃发展，促进了一大批品牌的萌生与发展，我国市场已成为国内外知名户外运动品牌竞相争夺的市场，整体呈现金字塔型竞争格局，即高端市场几乎被国外一线品牌垄断，中高端市场主要是国外二三线品牌及少数国内品牌，而多数国内品牌徘徊在中低端户外用品市场。

目前，以乐斯菲斯（TheNorthFace）、哥伦比亚（Columbia）等为代表的国际知名品牌拥有较为深厚的户外品牌文化与成熟的技术研发体系，产品定价较高，进入高端市场具有一定门槛；本土品牌在技术研发及产品创新上相对处于劣势，目前正通过不断的研发投入和技术水平的提升，向中高端户外用品市场渗透、提升市场份额。

表 12：户外用品行业代表性品牌产品品类

品牌名称	产品品类	2020 年营业收入
乐斯菲斯	高性能户外服装、鞋类、设备和配件	92.39 亿美元
哥伦比亚	户外品牌服装、鞋类、配件、设备	25.02 亿美元
探路者	帐篷、睡袋、鞋帽、背包、水壶	9.12 亿人民币
牧高笛	帐篷、睡袋、自充垫、冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包、鞋及配饰	6.43 亿人民币
上海洋帆实业有限公司	帐篷、睡袋、箱包和休闲服装	未披露
天津环球旅游制品股份有限公司	各类旅游帐篷、睡袋、服装	未披露

资料来源：wind，天风证券研究所

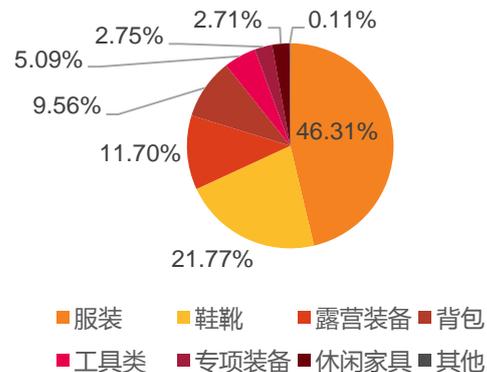
2019 年我国户外品牌总数为 939 个，各品牌集中生产产品为服装、鞋靴、露营装备等。根据 COCA 数据，截至 2019 年末我国国内外户外运动品牌总数达 939 个，同比增长 0.4%，其中国内品牌 492 个，同比增长 0.4%；国外品牌 447 个，同比增长 0.5%。分品类看，截至 2019 年，中国涉及服装销售的户外用品品牌占比最大，为 46.31%，其次为鞋靴品牌数占比 21.77%，露营装备、背包、工具类品牌数占比分别为 11.70%、9.56%、5.09%，可以看出，各品牌销售类别主要集中在鞋靴，其次为露营装备与背包等应用场景更少的产品。

图 51：2013-2019 国内国外户外用品品牌数量（个）



资料来源：COCA，天风证券研究所

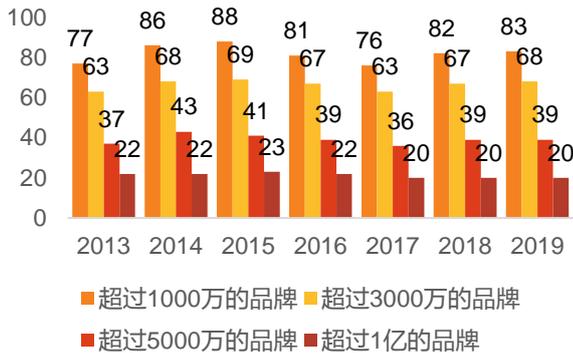
图 52：2019 年户外运动产品类对应品牌数占比



资料来源：COCA，天风证券研究所

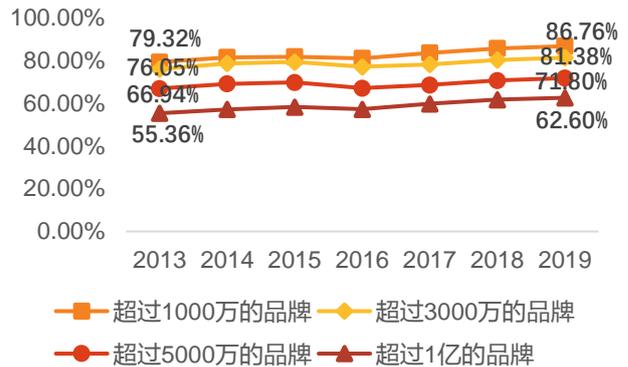
市场集中度呈提升的趋势，利好头部企业。2013-2019年，我国户外运动品牌中，出货额超过1000万元、3000万元、5000万元的品品牌数均有小幅波动，而出货额超过1亿元的品牌则自22个减少至20个，头部品牌数逐渐减少；同时，各档品牌所对应的全行业出货额占比均呈增长趋势，其中出货额超过1亿的品牌占整个行业全年出货额的比例自2013年的55.36%增长至2019年的62.60%，市场集中度呈提升趋势，头部企业市场份额进一步增长。而对于中小企业来说，2019年我国出货额不超过1000万元的户外运动品牌有856个，但仅占市场的13.2%，竞争较为激烈。

图 53：2013-2019 年各出货额度所对应的品牌数量（个）



资料来源：COCA，天风证券研究所

图 54：2013-2019 年度出货额占比

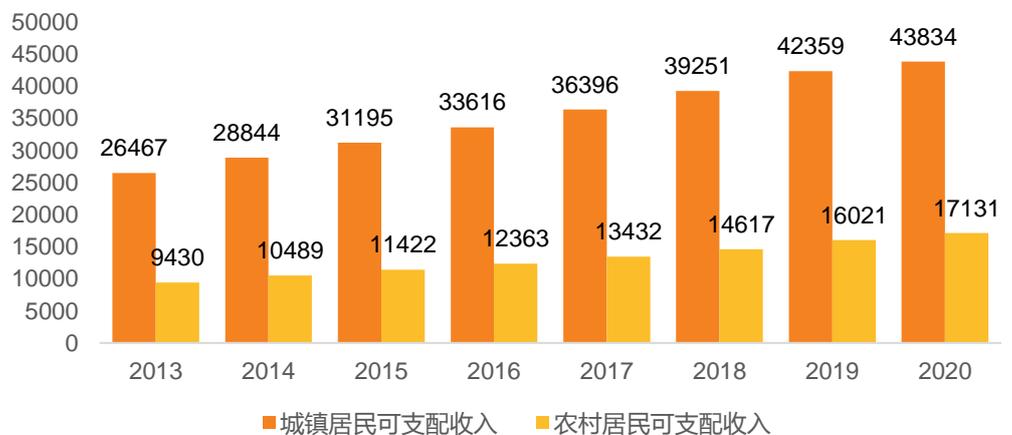


资料来源：COCA，天风证券研究所

4.3. 消费升级背景下健康生活方式需求增长，疫后露营热潮推动行业进一步发展

伴随国家经济快速发展，我国居民可支配收入持续增长。我国经济的快速增长带来居民的可支配收入提升，据国家统计局数据，我国城镇居民人均年度可支配收入从2013年的26467元增长到2020年的43834元，农村居民人均年度可支配收入从2013年的9429.6元增加到2020年的17131元，年度复合增长率分别为7.5%、8.9%。

图 55：2013-2020 全国居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费升级或将有效带动户外运动行业的发展。随着居民可支配收入的增长，居民消费能力、消费意愿有所增强，具备稳定收入的消费人群更加注重消费品质与体验，绿色消费、健康

消费等成为消费新理念，有效带动了户外运动行业的发展；同时，户外用品的优质品牌注重产品品质及消费体验，致力为终端消费者提供性价比更高的产品与服务，两者共同促进了户外用品行业的发展。

未来旅游消费的恢复也有望驱动行业增长。我国自然和人文旅游资源丰富，具备成为户外运动及旅游大国的基本条件，随着居民生活的改善，户外旅游也逐渐成为广大人民群众生活中重要的组成部分。据国家旅游局统计，近年来我国旅游行业发展迅速，旅游总收入、旅游人数和人均旅游花费额均持续快速增长，体现了国内消费者旺盛的旅游消费意愿。户外运动用品拥有功能性、休闲性的特点，非常符合外出旅游的实用性需求，旅游消费的增长对户外运动用品行业的发展带来了显著的促进作用。根据国家统计局统计，2013年至2019年我国国内游客人次复合增长率为10.72%，国内旅游人均花费复合增长率为2.83%，保持稳定增长；2020年游客人数与人均花费暂时受疫情影响均有大幅减少，但疫情后有望恢复原先水平增长。

图 56：2013-2019 年国内游客数量（百万人次）与人均旅游花费（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费者对健康、多元化生活的关注有效提升对户外用品需求。户外运动不仅能够强身健体，还是社交、轻松减压的有效方式，面向各年龄阶层的欢迎，随着更多消费者开始关注提升生活品质、追求健康的生活方式，户外运动参与度或将逐渐增长，消费者也将逐渐认识到参与不同的项目需要不同功能的户外运动服饰、鞋和装备，对产品的专业性、保护性将更为关注，因而对户外运动服饰、鞋和装备需求也随之上升。在日常生活、外出、旅游等各种场合，户外运动鞋服已成为人们服装穿着的一个重要选择，功能化、休闲化、个性化趋势推动了户外运动鞋服消费者基数的增长，穿着场合的多元化也进一步提升了消费需求。

近期精致露营产业增长快速，或将成为户外用品市场增长点之一。2020年以来国内露营产业迎来增长，业内普遍将2020称为中国的“露营元年”，据穷游网数据，2020年露营热度同比增长了303.5%。伴随着热度的提升，露营相关产品销量也有所增长：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%。我们认为近期露营产业的快速增长主要源于两方面原因：

- 1) **疫情催生户外运动及露营热情高涨。**户外活动能有效满足人们所必需的社交、生理和情感需求，疫情期间人们外出活动受限，随着疫情反复和居家时间延长，人们对户外

运动重要性的认知逐渐增强，对贴近自然的需求愈发增长。在国内疫情得到有效控制后，偶尔小范围爆发的疫情在一定程度上仍然对远途、跨省旅游造成影响，这部分需求或转化为近郊出行，促进露营产业快速增长，露营成为了风险意识较强、假期不愿宅在家中的城里人的一种旅行、生活与社交的新方式。

- 2) **媒体宣传推波助澜。**据艾媒咨询数据，2021 年中国露营消费者获得露营资讯的前五大渠道分别为综艺节目(50.9%)、家人朋友(50.3%)、短视频平台(48.0%)、影视作品(41.0%) 与微博(33.2%)。传统电视媒体方面，2020 年以来出现了较多关于露营的影视作品，如国内的综艺《恰好是少年》、日本的动画片《摇曳露营》、韩国的《感性露营》等，为露营产业，尤其是精致露营带来了较大热度；同时社交媒体方面，网红效应也促使普通消费者竞相模仿，小红书数据显示，2020 年的露营相关笔记发布量同比增长 271%，露营相关笔记的浏览量则同比增长 170%。

国内露营地覆盖率较低，未来增长空间大，有望带动户外产品增长。据英国“露营和拖车俱乐部”数据，英国 2005 年注册露营地数量已达 3500 个，而中国 2018 年露营地数量仅有 1273 个，营地数量远低于发达国家，有较大增长潜力。根据艾媒咨询数据，2014~2020 年，中国露营营地市场规模从 77.1 亿元增至 168.0 亿元，复合增长率 13.9%；而 2021 年增长率高达 78.0%，市场规模已增至 299.0 亿元。据《阿里巴巴 2021 “十一” 假期消费出行趋势报告》，9 月天猫平台露营类商品销售同比增长超 50%，飞猪平台上帐篷、露营预定量环比增长超 1400%，随着露营从小众走向大众，露营活动对户外用品的需求也将促使户外用品品牌迎来进一步发展。

图 57：国内综艺《恰好是少年》中营地展示



资料来源：腾讯视频，天风证券研究所

5. 盈利预测

公司自 2003 年成立以来深耕专业露营细分赛道，主品牌大牧聚焦专业露营，满足各场景专业装备和服装需求；子品牌小牧延续大牧专业基因，致力于为广大提供高性能出行服饰。

公司积极把握线上流量机遇，2021H1 线上渠道营收同增 99.26%，因此我们假设 2021-2023 线上渠道营收增速分别为 99%、60%、40%；

公司精准市场推广与渠道下沉，注重店效提升，因此我们假设 2021-2023 单店店效增速分

别为 10%、8%、8%；同时关停亏损门店，放慢开店速度，我们假设 2021-2023 年每年净开店为 4 家。

公司加盟渠道营收增速相对放缓，因此我们假设 2021-2023 年加盟渠道营收增速分别为 10%、8%、8%；2021H1 公司团购业务发展向好营收同增 348%，考虑到 2020H1 基数较低等影响，我们假设 2021-2023 团购及专业装备营收增速分别为 180%、90%、30%。

代工业务致力于为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计与生产制造，且产品主要销往欧洲、大洋洲，因此我们假设 2021-2023 年欧洲地区营收增速分别为 35%、18%、18%，大洋洲营收增速为 15%、10%、10%，国外其他地区营收增速分别为 8%、6%、6%。

表 13：牧高笛收入拆分与盈利预测

亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
外销业务营收	3.90	3.72	4.81	6.29	7.32	8.54
YOY		-4.5%	29.1%	30.7%	16.5%	16.6%
欧洲营收	2.97	2.89	3.86	5.22	6.15	7.26
YOY		-2.5%	33.6%	35%	18%	18%
大洋洲营收	0.69	0.62	0.72	0.82	0.91	1.00
YOY		-10%	15%	15%	10%	10%
其他	0.24	0.21	0.23	0.25	0.26	0.28
YOY		-12.8%	7.4%	8%	6%	6%
品牌运营业务营收	1.59	1.55	1.61	2.89	4.53	5.88
YOY		-2.5%	3.8%	79.2%	57.0%	29.7%
线上渠道营收	0.37	0.34	0.48	0.95	1.52	2.13
YOY		-6.8%	39.3%	99%	60%	40%
线下渠道营收	1.22	1.21	1.13	1.93	3.01	3.74
YOY		-1.2%	-6.3%	70.9%	55.5%	24.4%
直营渠道营收	0.22	0.26	0.23	0.29	0.36	0.44
YOY		15.9%	-10.8%	28.3%	23.4%	21.5%
门店数	31	39	24	28	32	36
YOY		25.8%	-38.5%	16.7%	14.3%	12.5%
店效（万元/年）	71.33	65.70	95.23	104.75	113.13	122.18
YOY		-7.9%	44.9%	10%	8%	8%
加盟渠道营收	0.86	0.72	0.52	0.58	0.62	0.67
YOY		-17.2%	-27.0%	10%	8%	8%
团购及专业装备营收	0.14	0.24	0.38	1.07	2.03	2.63
YOY		71.7%	61.2%	180%	90%	30%
营业总收入	5.49	5.29	6.43	9.19	11.87	14.43
YOY		-3.9%	21.7%	42.9%	29.2%	21.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予买入评级。公司自 2003 年成立以来深耕专业露营细分赛道，主品牌大牧聚焦专业露营，满足各场景专业装备和服装需求；子品牌小牧延续大牧专业基因，致力于为大众提供高性能出行服饰；代工业务致力于为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计与生产制造；2021 年 11 月底公司参股大热荒野，将有效整合下游资源，实现上下游协同。我们预计 2021-2023 年营收分别为 9.2、11.9、14.4 亿元，归母净利润分别为 0.8、1.2、1.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.3、1.8、2.4 元/股，PE 分别为 30、21、16X。可比公司 2022 年平均 PE 估值为 27，给予公司 2022 年合理 PE27X，对应股价为 48.8 元/股。

表 14：牧高笛可比公司 PE

公司名称	2021E	2022E	2023E
华利集团	36	29	24
申洲国际	36	28	24
浙江自然	31	23	17
均值	34	27	22

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

1) 户外行业增速放缓、市场竞争加剧的风险

根据 COCA 发布的最新报告，2019 年中国户外用品市场零售规模 250.2 亿元，同比 0.17%，出货总额 141.6 亿元，同比 0.22%，市场规模增速持续放缓。此外运动、休闲、时尚品牌陆续跨界户外市场，也进一步加剧了市场竞争激烈程度。

2) 新冠肺炎疫情影响持续时间较长的风险

目前新冠疫情及防疫在全球持续影响延续至今，对国内外经济发展都带来了严峻挑战和不利影响。国内线下零售市场受到一定影响，国外疫情的不确定性，也将使出口业务存在订单取消的风险。

3) 国际政治经济环境的变化风险

公司海外业务分布在六大洲的 20 余个国家及地区，在与公司产品相关的产业政策、贸易政策或一定程度的外汇管制发生不利变化时，将影响公司产品的出口，从而给公司业绩带来较大影响。

4) 第一大客户销售占比较高

第一大客户销售占比较高，若与该客户订单合作出现问题，或者客户由于自身原因业绩下滑，则可能造成第一大客户订单量减少的风险。

5) 跨市场选取可比公司存在估值偏差风险

选取的可比公司与公司在不同市场上市，不同市场存在一定的估值体系差异，存在可比公司估值差异偏差风险。

6) 近期股价曾出现异动

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	75.18	239.51	73.48	94.96	115.46
应收票据及应收账款	37.04	67.41	60.51	48.15	83.96
预付账款	8.24	11.76	19.67	20.28	26.60
存货	284.52	300.75	551.36	568.16	752.38
其他	190.87	298.24	394.25	364.09	402.53
流动资产合计	595.85	917.67	1,099.27	1,095.64	1,380.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	33.05	33.12	54.84	96.39	136.82
在建工程	0.00	1.52	36.91	70.15	72.09
无形资产	10.83	10.84	9.99	9.14	8.29
其他	10.94	12.90	10.06	9.44	9.55
非流动资产合计	54.82	58.38	111.81	185.11	226.75
资产总计	650.67	976.05	1,211.08	1,280.75	1,607.69
短期借款	0.00	288.89	398.86	470.39	690.44
应付票据及应付账款	166.85	195.71	316.37	356.31	443.35
其他	39.17	45.13	68.03	45.76	82.12
流动负债合计	206.02	529.73	783.26	872.47	1,215.91
长期借款	0.00	0.00	0.29	0.00	5.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.67	6.38	2.44	3.16	3.99
非流动负债合计	0.67	6.38	2.73	3.16	9.04
负债合计	206.69	536.11	785.99	875.63	1,224.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	66.69
资本公积	229.29	229.29	229.29	229.29	229.29
留存收益	377.29	373.25	358.40	338.43	316.05
其他	(229.29)	(229.29)	(229.29)	(229.29)	(229.29)
股东权益合计	443.98	439.94	425.09	405.12	382.74
负债和股东权益总计	650.67	976.05	1,211.08	1,280.75	1,607.69

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
折旧摊销	7.37	6.89	3.73	6.07	8.48
财务费用	(1.72)	10.75	9.69	15.09	20.42
投资损失	(5.03)	(7.13)	(7.42)	(7.42)	(7.42)
营运资金变动	182.37	(36.42)	(183.18)	69.52	(125.69)
其它	(195.81)	(2.32)	23.56	24.61	15.00
经营活动现金流	27.95	17.75	(69.33)	230.00	67.85
资本支出	1.09	1.66	63.93	79.28	49.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.68	(92.57)	(162.07)	(201.86)	(121.74)
投资活动现金流	19.77	(90.91)	(98.13)	(122.58)	(72.58)
债权融资	0.00	288.89	399.15	470.39	695.49
股权融资	1.01	(8.66)	(9.69)	(15.09)	(20.42)
其他	(51.03)	(46.08)	(388.03)	(541.25)	(649.84)
筹资活动现金流	(50.02)	234.14	1.43	(85.95)	25.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2.29)	160.98	(166.03)	21.48	20.50

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	529.39	642.74	918.52	1,187.05	1,443.28
营业成本	380.24	478.90	686.13	881.98	1,058.65
营业税金及附加	2.46	2.65	5.04	5.64	6.91
营业费用	56.78	39.31	47.76	58.17	67.83
管理费用	38.70	40.68	67.51	84.87	101.03
研发费用	7.71	21.39	24.80	29.68	33.20
财务费用	(1.01)	8.66	9.69	15.09	20.42
资产减值损失	(5.40)	(10.33)	(2.76)	(6.16)	(6.42)
公允价值变动收益	1.53	8.20	23.56	24.61	15.00
投资净收益	5.03	7.13	7.42	7.42	7.42
其他	(9.47)	(12.68)	(61.98)	(64.08)	(44.84)
营业利润	52.82	58.82	111.33	149.83	184.08
营业外收入	1.90	0.56	1.85	1.44	1.28
营业外支出	0.18	0.81	0.45	0.48	0.58
利润总额	54.55	58.57	112.73	150.79	184.78
所得税	13.76	12.60	28.44	28.65	27.72
净利润	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	40.79	45.97	84.29	122.14	157.07
每股收益(元)	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-3.97%	21.41%	42.91%	29.24%	21.59%
营业利润	-6.68%	11.35%	89.26%	34.59%	22.86%
归属于母公司净利润	-0.98%	12.72%	83.34%	44.90%	28.60%
获利能力					
毛利率	28.17%	25.49%	25.30%	25.70%	26.65%
净利率	7.70%	7.15%	9.18%	10.29%	10.88%
ROE	9.19%	10.45%	19.83%	30.15%	41.04%
ROIC	10.71%	29.78%	45.43%	30.31%	38.96%
偿债能力					
资产负债率	31.77%	54.93%	64.90%	68.37%	76.19%
净负债率	-16.93%	11.22%	76.61%	92.67%	151.55%
流动比率	2.89	1.73	1.40	1.26	1.14
速动比率	1.51	1.16	0.70	0.60	0.52
营运能力					
应收账款周转率	14.34	12.31	14.36	21.85	21.85
存货周转率	2.07	2.20	2.16	2.12	2.19
总资产周转率	0.83	0.79	0.84	0.95	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.69	1.26	1.83	2.36
每股经营现金流	0.42	0.27	-1.04	3.45	1.02
每股净资产	6.66	6.60	6.37	6.07	5.74
估值比率					
市盈率	61.61	54.66	29.81	20.57	16.00
市净率	5.66	5.71	5.91	6.20	6.57
EV/EBITDA	20.23	11.64	20.27	14.94	12.88
EV/EBIT	22.13	12.27	20.89	15.49	13.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com