

2021年12月20日

SNOWPEAK：从露营产品到露营服务

——牧高笛系列报告二

牧高笛 (603908)

投资建议

本文我们主要研究了中日露营发展路径及代表公司 Snow peak，(1) 从成长空间来看，2020 年 snowpeak 收入为 10.6 亿元，其中我们估计帐篷收入超 4 亿元（占比约 40%），而牧高笛 2020 年品牌业务收入仅为 1.6 亿元（其中大牧-装备收入 0.86 亿元）；(2) 拆分店数和店效来看，2020 年 snowpeak 店数/店效为 573 家/517 万元，而 2020 年牧高笛小牧店数/店效为 271 家/96 万元，未来店数和店效均存提升空间；(3) 从毛利率和净利率来看，Snowpeak 为 55%/6%、但 21Q2 净利率为 11%，大牧毛利率/净利率为 26%/5%，存在改善空间。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 12 月 17 日收盘价 39.29 元对应 21-23 年 PE 分别为 32/21/16X，维持“买入”评级。**SNOWPEAK 历史估值在 50-60 倍波动**，对标同行 SNOWPEAK 估值，若给予牧高笛 22 年品牌业务 30-45 倍、代工 20 倍对应目标市值 30-37.9 亿元、目标价 45-56.8 元。

中日露营市场发展对比：社交媒体推动大众化

日本先后在 1980 年代后期-1990 年代中期、2015 年后迎来两轮露营热，第一轮露营热在 1996 年仅汽车露营人次达到 1580 万、市场达到 760 亿日元（约 43 亿 ¥）。第二次露营热则来自 2015 年以来社交媒体兴起，分享欲成为“露营热”重要推手。根据 Yano Research Institute 数据，2020 年日本户外装备市场规模为 44.5 亿美元、同比增长 5.3%。

牧高笛 VS SNOWPEAK 发展路径对比

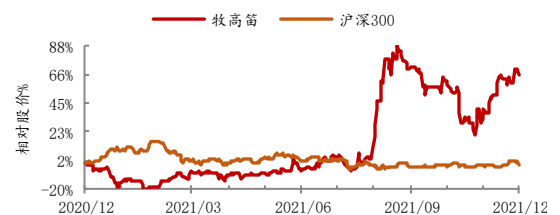
对比 Snowpeak 和牧高笛的发展路径来看，二者的不同在于：(1) 定位不同：Snowpeak 定位高端，牧高笛侧重性价比；(2) Snowpeak 线下发展为主、直营店 130-400 m²、in-store 店 100 m²、经销店 50 m²（直营店/in-store/经销店店效分别为 517 万/271 万/106 万，对应平效为 1.3-4 万/2.7 万/2.1 万），牧高笛则以线上+团购为主；但二者共同点在于：(1) 均为代工起家、注重产品颜值和品质，均把握住了精致露营兴起的趋势，我们估计牧高笛精致露营系列占比 60%以上；(2) 均重视露营周边品类的开发，牧高笛开发了如餐具、移动电源、桌椅等，目前帐篷占比降至 50%；(3) 均从露营产品销售延伸至营地服务：牧高笛 2021 年末参股大热荒野，布局下游营地市场。

风险提示

产品迭代不及预期，疫情的不确定性，露营地供给不及预期，系统性风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	45-56.8
最新收盘价：	39.29
股票代码：	603908
52 周最高价/最低价：	45.8/18.99
总市值(亿)	26.20
自由流通市值(亿)	26.20
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：

研究助理：朱宇昊
 邮箱：zhuyh@hx168.com.cn
 SAC NO:
 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	64.4	56.9	31.9	21.1	16.4

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 中日发展路径对比：营地数、露营占比、人均消费仍有提升空间	4
1.1. 日本先后兴起两次露营热，90年代市场规模达43亿元	4
1.2. 竞争格局：Snow Peak 定位高端市场，注重高颜值+品质	6
2. 发展路径对比：定位和渠道不同，但均为代工起家，后期扩品类、延伸至营地服务	8
3. 盈利模式对比：Snowpeak 高增长来自高投入	11
3.1. Snowpeak 店数最高，店效低于哥伦比亚	11
3.2. Snowpeak 高单价来自高投入、净利率偏低	13
4. 估值对比：snowpeak 疫情以来股价上涨16倍，PE 中枢在50-60倍、PS 在0.7-6倍	15
5. 投资建议	16
6. 风险提示	17

图表目录

图 1 中国户外&登山&野营&旅行用品——睡袋&野营垫&帐篷&烧烤炉销售额及增速(万元)	4
图 2 2012-2021H 收入、净利及增速(亿日元, %)	9
图 3 2012-2021H 毛利率和净利率	9
图 4 2020 年分地区收入占比	9
图 5 2020 年分品类收入占比	9
图 6 20 年日本地区分渠道收入占比	9
图 7 帐篷品类收入增速及占比(万元人民币)	10
图 8 2017-20 年日本地区分渠道收入及增速(亿日元)	10
图 9 2012-2020 年日本线下门店数及增速	10
图 10 2017-20 年日本线下门店店效(万元人民币)	10
图 11 2020 年雪峰及同业收入分渠道占比对比	12
图 12 雪峰及同业线上收入占比	12
图 13 雪峰及同业线上收入及增速	12
图 14 雪峰及同业店数及增速	13
图 15 雪峰及同业店效及增速(万元)	13
图 16 雪峰、牧高迪大牧、哥伦比亚户外毛利率对比	14
图 17 雪峰、牧高笛、哥伦比亚户外净利率对比	14
图 18 PE BAND	15
图 19 PS BAND	16
表 1 精致露营支出测算	5
表 2 日本帐篷市场品牌	7
表 3 公司大事记	10
表 4 snowpeak、牧高笛、哥伦比亚户外收入、净利及增速(亿元, %)	11
表 5 历年费用拆分	13
表 6 费用率拆分	14
表 7 可比公司估值	17

1. 中日发展路径对比：营地数、露营占比、人均消费仍有提升空间

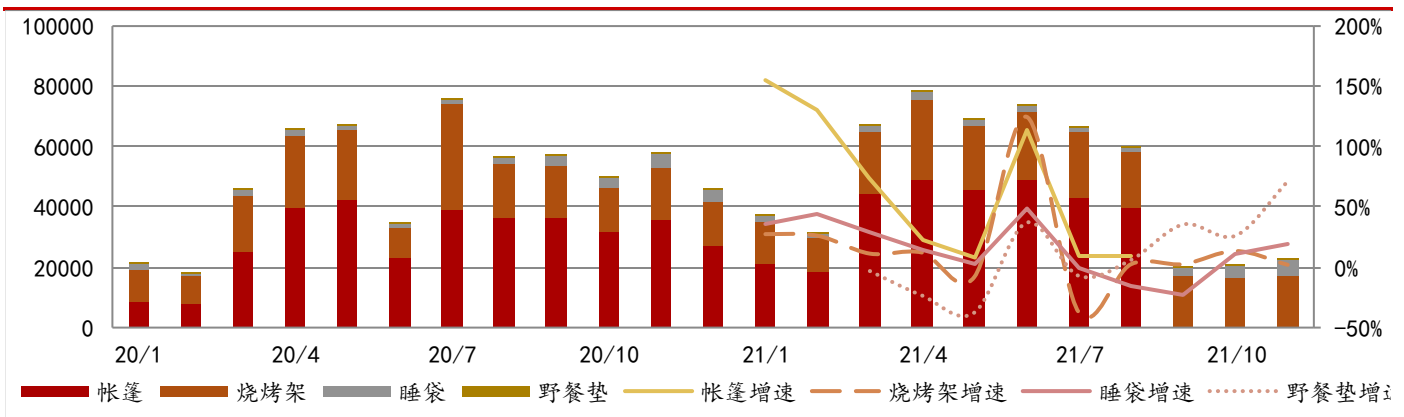
1.1. 日本先后兴起两次露营热，90年代市场规模达43亿元

露营最初源起欧美，1987年美国为健全青少年的发展组织起露营活动，亚洲国家中日本露营开发较早，其次是韩国。

日本第一次露营热在1980年代后期至1990年代中期，主要得益于：(1)当时汽车消费量中已有10%来自SUV；(2)1992年日本公务员开始实行双休。1996年仅汽车露营人次达到1580万、市场达到760亿日元(约43亿¥)。但第一次露营热并未持续，主要由于户外活动流行轮动，例如徒步、皮划艇、自行车等，且随着日本泡沫经济结束，露营也随之衰退，至2000年左右每年的露营人数降至700万，但随后逐年稳步增加。

第二次露营热来自2015年以来社交媒体兴起，分享欲成为重要推动。从代际上看，第一次“露营热”期间跟随父母露营的儿童长大成人，第二波露营热方式更精致、门槛更低，露营的社交属性赋予了帐篷时尚单品的特点，消费者对帐篷的需求不再仅仅是用坏更换的需求，而可能基于帐篷大小、材质、流行趋势等因素产生更换需求。根据Yano Research Institute数据，2020年日本户外装备市场规模为44.5亿美元、同比增长5.3%。

图1 中国户外&登山&野营&旅行用品——睡袋&野营垫&帐篷&烧烤炉销售额及增速(万元)



资料来源：萝卜投研、华西证券研究所

对比国内来看，2020年为国内的露营元年，国内疫情后兴起的精致露营和日本第二次露营热有相似之处：伴随着疫情、双减政策催化，消费群从背包客转型为白领女性引领，由小红书等新媒体种草，带动帐篷颜值、面积、材质升级及周边产品需求火爆的“搬家式露营”；且不同于以往对野外生存能力较高的户外游，本轮露营潮多为公园、周边游，更为休闲，从小众走向大众。而从更长周期来看，城市化是催生露营的根本，定位有钱有闲群体。但不同之处在于：

(1) 国内市场营地数远低于国外发达国家：世界上营地最多的国家是美国。美国露营地2万+个、英国3500个、日本2107个，2019年国内的露营地仅1565个。露

营地等硬件设施的不足制约了中国的户外市场的发展。在日本，建设一个对当地社会负责任的郊区型汽车野营地是那些渴望与大自然亲近的野营者们的愿望。

(2) 国内休闲旅游和户外旅游占比小：在发达国家，观光旅游只占旅游市场的30%，休闲旅游和户外运动占到旅游市场的70%。而国内休闲露营占整个旅游的比重仅为2%左右，但汽车保有量和自驾旅游已具备了相当规模。

(3) 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。

而对于国内露营用品市场，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。

表1 精致露营支出测算

国外品牌 (SNOWPEAK 为主)		牧高笛为主	
	<p>Snow Peak 的多规格双层防雨加厚防风寝室帐篷体五号</p> <p>3人 (2769元) 5人 (3519元) 6人 (4649元)</p>		<p>牧高笛：户外加厚全自动速开防晒加厚野外露营装备便携式可折叠帐篷</p> <p>549元</p>
	<p>Snow peak：钛杯 (300ml)</p> <p>约300元人民币 (限量款标价700元)</p>		<p>牧高笛：钛杯</p> <p>200ml 99元 450ml 129元</p>
	<p>Snow Peak：露营户外雪峰便携不锈钢保温冰箱保冷箱</p> <p>5499元</p>		<p>牧高笛：精致露营冷藏箱车载便携手提储物野炊食品保温箱</p> <p>1600元</p>
	<p>Snow Peak：户外露营休闲折叠桌 CK-090 新款扩张 IGT</p> <p>3050元</p>		<p>牧高笛：户外露营便携户外折叠桌餐桌实木蛋卷桌</p> <p>559元</p>
	<p>Kermit：露营帆布折叠椅</p> <p>2000元</p>		<p>牧高笛：户外露营可折叠单人椅便携式休闲椅</p> <p>279元</p>

	Snow Peak 充气垫户外便携野营床垫帐篷睡垫	4275 元		牧高笛：自动充气垫户外帐篷睡垫气垫床	119 元
	Snow Peak：户外露营烧烤炉烤肉炉整合 IGT 铸铁煎盘 GS-355	2088 元		牧高笛：户外精致露营便携折叠不锈钢双层烧烤炉柴火炉焚火台 JS	229 元
	Eco Flow：移动储电设备	4488 元		牧高笛：户外电源移动露营自驾便携大容量应急充电宝	3999 元
	BOSE：迷你全音域蓝牙扬声器二代	1388 元		BOSE：迷你全音域蓝牙扬声器二代	1388 元
	Snow Peak：户外露营瓦斯灯可调节便携玻璃燃气灯	420 元		牧高笛：精致露营可充电宝 LED 户外照明灯帐篷营地灯野外灯 5200 LX	149 元
	Down Power：反地心引力羽绒睡袋	1005 元		牧高笛 Line Friends 联名活力睡袋布朗熊莎莉户外保暖睡袋	219 元
合计：3 万元+（假设 3 人）			合计：1 万元+（假设 3 人）		

资料来源：公开资料，华西证券研究所

1.2. 竞争格局：Snow Peak 定位高端市场，注重高颜值+品质

日本露营用品市场主要以本国品牌为主，其中：（1）高端露营装备品牌包括 Snowpeak、Ogawa、Nordisk（挪威品牌）、DOD、LOGOS 等。Snowpeak 长期位于推荐榜的前列，从风格上来看，Snowpeak 注重产品颜值、产品以超轻+精致闻名，Ogawa 的设计聚焦于给顾客在野外也有“家”的感觉、产品设计风格更加温馨；Nordisk 产品设计走北欧简约高级风，DOD 的产品在配色更加大胆前卫、时尚感强，定位年轻群体、且搭建简单；LOGOS 善用花纹，将产品和自然融合。（2）中低端帐篷品牌包括 LOCUS GEAR、Coleman、ARAI TENT、Mont-bell 等，中低端品牌注重性价比，在材料相对便宜的情况下，保证产品的功能齐全，如 Lucus Gear 的价格取决于材料，价位带十分宽。

从价位带来看，Snowpeak 价格最高，我们分析消费者愿意买单 snow peak 的高溢价主要由于 snowpeak 坚持重视产品创新，创始二代山井太要求产品必须是革新性的，产品经理负责从设计、开发到生产、销售的全流程，要求审美在线+重视产品质量。

(1) 审美在线：有别于市面上主流的军用户外产品，snow peak 在整体设计上强调和自然的和谐统一、不突兀，颜值高是 snowpeak 成立至今延续的风格。(2) 重视产品质量：例如同行用于常固定帐篷的钉子是塑料或铝制的，每个价格几十日元；但 snow peak 的钉子每个价格为 347 日元，由淬火硬化的铁制成，因此可以适用于在地面有石头或者植物根部等难以穿透的地方搭建帐篷，而且 snow peak 对所有产品终身保修。

对比来看，国内目前：(1) 高端品牌：Snowpeak、Nordisk、Coleman、Petromax 等为主；(2) 性价比品牌：牧高笛、挪克、自由之魂、火枫等；但真正抓住本轮国内兴起的“精致露营”趋势的品牌不多，特别是国外品牌存在反应速度及性价比问题。

表 2 日本帐篷市场品牌

	公司名称	产品	价格 (元)	优势	实体店
高端品牌	Snowpeak (日本)	帐篷： 炊具、灯具等用品： 炊具/锅具 炉具 灯	1569-17900 229-1199, 819-3009, 349-819,	注重产品颜值、产品以超轻+精致闻名	日本、中国台湾、韩国、英国、美国
	Ogawa (日本)	帐篷： 炊具：	2221-9994 61- 2097	ogawa 的帐篷设计让人联想到房屋，给予客户“家”的感觉	日本，泰国，中国台湾
	Nordisk (丹麦)	帐篷：	1479-18409	造型独特，给人一种高级感，简约的同时又给人一种奢华的感觉。	日本、中国(含台湾)、欧洲
	DOD (日本)	帐篷：	1098-8800	潮流、年轻化。大胆的配色外加设计上营造出全新的潮流时尚感，考虑年轻群体对于露营装备的实际需求	日本、韩国、中国(含香港和台湾)
	LOGOS (日本)	帐篷： 炊具： 服饰：	425.7- 11660 38-3362 30-1664	擅长将花纹运用到商品上，让客户感受到活力。适合喜欢自然风格的客户	日本
中端大众品牌	LOCUS GEAR (日本)	防水布： 帐篷： 登山杖：	998-3813 1278-7089 11-387	材料选择范围非常大，价格也因此不同，这也让他们的受众范围很广	日本
	Coleman (美国)	帐篷： 炊具： 灯具： 保温箱：	230-5901 369-429 595-849 338-593	帐篷大多有着容易搭设的优点，尤其是圆顶型跟单杆型	日本

ARA I TENT (日本)	帐篷: 950- 4010	空气上升的设计可以让客户轻松设置帐篷框架	日本
Mont- bell (日本)	帐篷: 146- 5367	相对便宜但功能强大, 产品往往以轻量化为主	日本

资料来源: 2019 年日本帐篷排名, 华西证券研究所

2. 发展路径对比: 定位和渠道不同, 但均为代工起家, 后期扩品类、延伸至营地服务

Snowpeak 为日本高端露营用品品牌, 公司成立于 1958 年、2014 年上市, 目前已是创始人的第三代在经营, 最初为创始人的一家金属批发店, 由于创始人爱好登山, 亲自设计岩钉和冰爪, 因此公司初期通过攀岩设备转型为户外用品公司, 目前涵盖 25 个品类、600 多个 SKU, 覆盖露营家具、炊具、配件、服装、背包等露营所有用品。2020 年公司收入为 10.60 亿元 (168 亿日元)、净利润为 0.66 亿元, 增长 18%/146%; 与牧高笛类似, 公司自疫情后 20Q3 迎来拐点, 20Q3 单季收入/净利增长 32%/106%, 2021 年前三季度收入/净利增长 61%/215%。

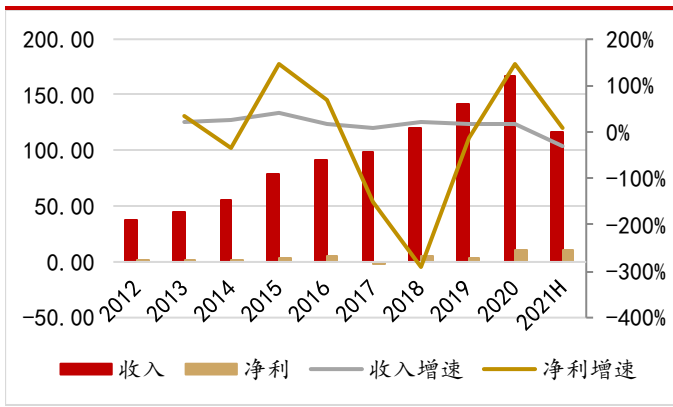
收入拆分来看, (1) 分业务: 除产品销售外, 公司还经营 7 个营地, 业务涉及 Glamping (奢华露营)、自然生活方式度假村和商业咨询、微型房屋、房地产等领域。2020 年, 户外/服装/城市户外/regional revitalization/商业解决方案/其他收入占比分别为 78%/13%/1%/1%/4%/3%, 17-20 年收入 cagr 分别为 16%/29%/17%/84%/157%/-; (2) 分地区: 分地区来看, 日本/美国/韩国/中国台湾/英国/其他地区的收入占比分别为 80%/6%/8%/3%/1%/2%, 17-20 年收入 cagr 为 20%/29%/-11%/NA/17%; (3) 2020 年日本地区直营店/in-store/经销/线上/其他收入占比分别为 23%/25%/31%/15%/6%, 17-20 年收入 cagr 为 19%/15%/13%/39%/76%, 即线上增速最快, 直营店主要靠店数增长贡献 (17-20 年店数/店效 cagr 为 14%/4%), in-store 增长主要来自店效提升 (17-20 年店数/店效的年复合增速分别为 3%/12%)。

2012-2020 年收入/净利 CAGR 分别为 21%/29%。回顾公司历史来看, Snowpeak 紧紧把握住了日本两次露营热: (1) 1986 年二代接班人接管公司后, 转型汽车露营用品, 1988 年正式推出汽车露营产品, 适逢 80 年代末的露营风潮; (2) 2015 年第二波露营热的兴起带动公司业绩增长进入快车道 (2015 年收入增速 41%): 1) 2012-2016 年加速开店 (开店 cagr 43%), 2017 年后开店放缓; 2) 第三代接班人推出城市户外服装系列 (urban outdoor), 从小众推向大众, 且由于 Snowpeak 的产品强调轻量+颜值, 因此在日本家庭室内也广泛使用; 3) 在大型体验店铺设立露营区, 降低了露营门槛, 此外公司兴建营地、打破供给端瓶颈。

而在两轮露营热之间的低谷期 (90 年代中日本第一波露营热走向尾声), 公司应对在于: (1) 拓展产品品类, 从最初的攀岩设备延伸到钓具、快速竹折桌、汽车露营用品, 2015 年帐篷收入占比降至 41%、服装占比达 13%; (2) 扩展销售区域: 1996 年成立美国分公司、2001 年拓展到欧洲、韩国、大洋洲市场, 亚洲地区中在韩国和中国台湾进行较早布局, 并于 2021 年在中国大陆开设第一家分店; (3) 调整销售渠道, 收回加盟商, 降低终端零售价。

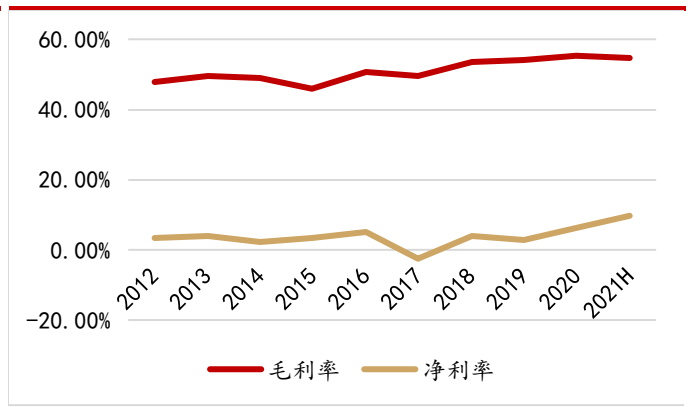
对比 Snowpeak 和牧高笛的发展路径来看，二者的不同在于：(1) 定位不同：Snowpeak 定位高端，牧高笛侧重于性价比；(2) Snowpeak 线下发展为主、直营店 130-400 m²、in-store 店 100 m²、经销店 50 m²（直营店/in-store/经销店店效分别为 517 万/271 万/106 万元，对应平效为 1.3-4 万/2.7 万/2.1 万元），牧高笛则以线上+团购为主；但二者共同点在于：(1) 均为代工起家、注重产品颜值和品质，均把握住了精致露营兴起的趋势，我们估计牧高笛精致露营系列占比 60% 以上；(2) 均重视露营周边品类的开发，牧高笛开发了如餐具、移动电源、桌椅等，目前帐篷占比降至 50%；(3) 均从露营产品销售延伸至营地服务：牧高笛 2021 年末参股大热荒野，布局下游营地市场。

图 2 2012-2021H 收入、净利及增速（亿日元，%）



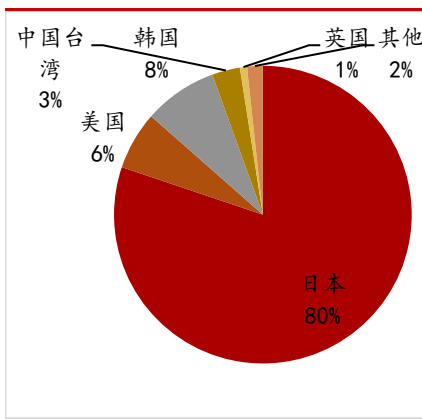
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 3 2012-2021H 毛利率和净利率



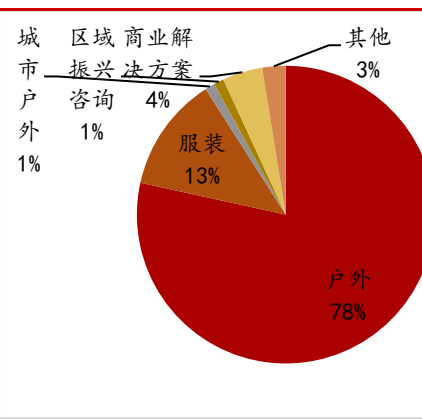
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 4 2020 年分地区收入占比



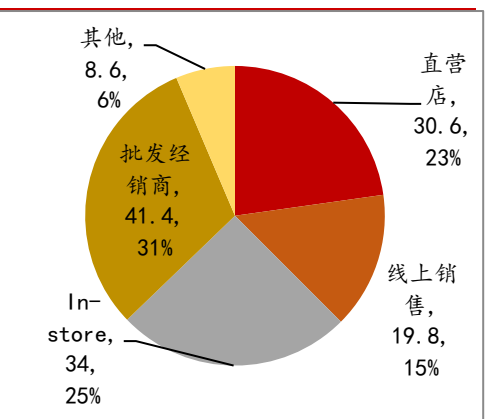
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5 2020 年分品类收入占比



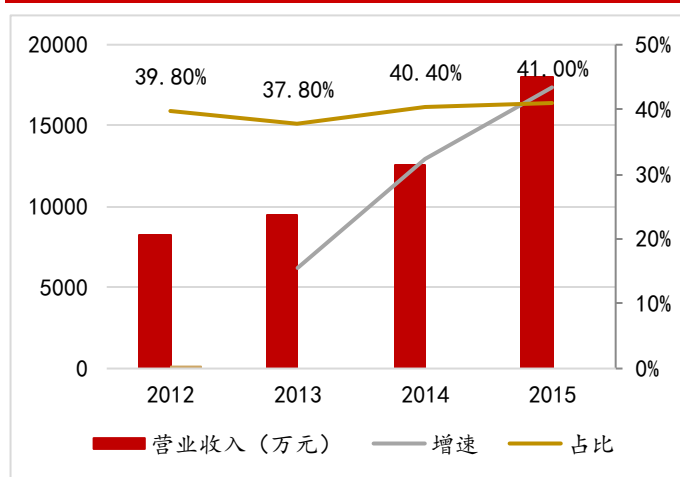
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 6 20 年日本地区分渠道收入占比



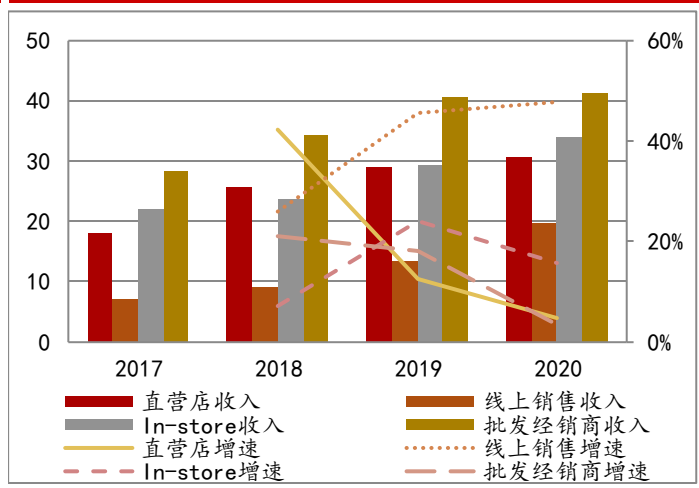
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 7 帐篷品类收入增速及占比 (万元人民币)



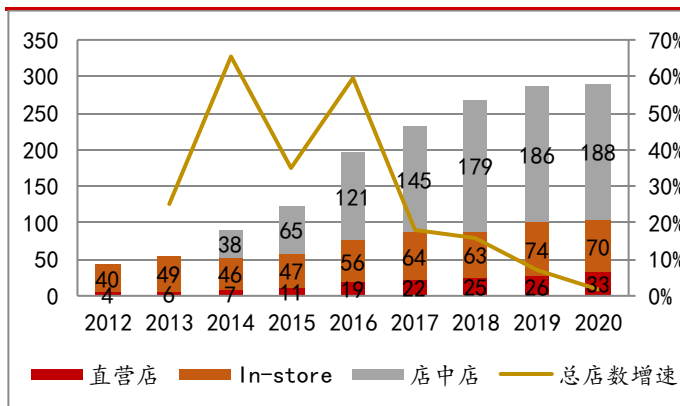
资料来源: 公司公告、华西证券研究所。注: 100 日元=5.5791 元

图 8 2017-20 年日本地区分渠道收入及增速 (亿日元)



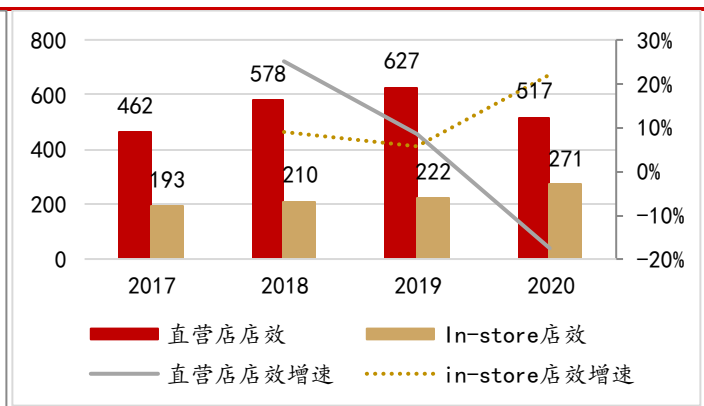
资料来源: 公司公告、华西证券研究所。

图 9 2012-2020 年日本线下门店数及增速



资料来源: 公司公告、华西证券研究所。注: 未加上加盟店数, 加盟店 2018 年才开始公布, 数据不可比, 2018-2020 年日本加盟店数分别为 223、238、250 家。

图 10 2017-20 年日本线下门店店效 (万元人民币)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所。注: 100 日元=5.5791 元人民币。

表 3 公司大事记

年份	事件
1958 年	创始人山井幸雄在日本新潟县中部的三条市开设了一家金属批发店、命名为 Snow peak, 自己设计岩钉与冰爪, 不断测试改进精密度、以攀岩装备进入市场。
1964 年	成立山井商店有限公司, 成立钓具品牌「CARP」并注册商标, 投入钓具业, 扩大经营范围, 并向成为真正户外用品制造商的目标奋斗。
1976 年	为提升产品品质, 公司设立直营工厂并从经营自有品牌的商店转型成制造商。
1986 年	第二代举办人山井太进入公司。日本出现第一次露营热, 公司将定位改为汽车露营用品品牌。
1987 年	公司正式开发以系统设计为概念的汽车露营用品, 同时 Snow Peak 的代表性商品—快速竹折桌上市。
1994 年	第一次露营热走向尾声, 公司剔除中间批发商环节以降低终端售价, 导致 1994-2009 年经营萎缩。

1996年	12月公司名称改为 Snow Peak 股份有限公司；拓展新的经营项目，增加钓具事业部；在奥勒冈州成立子公司 Snow Peak USA, Inc.。
1998年	通过贴近使用者、了解产品使用情况，达到帮助产品设计与改良的目标，公司开始举办露营活动「Snow Peak Way」。
1998年	8月在美国盐湖城举办的户外用品大展中，SNOW PEAK 以高性能的 GIGA POWER 瓦斯灯“天”与瓦斯炉“地”出位，开发了以丙烷 35%及异丁烷 65%优良混合比的高压瓦斯炉，即使在结冰状态下仍能使用，在 OR 展上获户外权威杂志 BACKPACK 颁奖。
2001年	日本第一次露营热进入尾声后，拓展欧洲、亚洲、大洋洲市场。
2003年	Snow Peak 首家直营店在福冈、东京开业，陆续开店。
2012年	大量开店，2012年底公司仅拥有 57 家店（其中 7 家直营店），2016 年底公司已拥有 240 家店，年复合增长率为 43%。
2014年	公司在东京证交所主板上市。
2015年	公司开始拥有自有露营地。
2017年	2017 年开店放缓，2017 年店数为 260 家、同比增长 8%，截至 2020 年末店数为 319 家，16-20 年店数年复合增速为 7%。

资料来源：公司招股书、Internet，华西证券研究所

3. 盈利模式对比：Snowpeak 高增长来自高投入

3.1. Snowpeak 店数最高，店效低于哥伦比亚

从收入年复合增速来看，snowpeak 17-20 年增速最高（19%），我们分析高于哥伦比亚主要是因为疫情下露营兴起带动帐篷需求旺盛，高于牧高笛主要由于大牧 2018 年优化渠道使得团购渠道收入下降 71%；但从 2020 年起大牧受益露营需求收入大幅增长 48%、2021 年前三季度加速实现收入增长 147%。

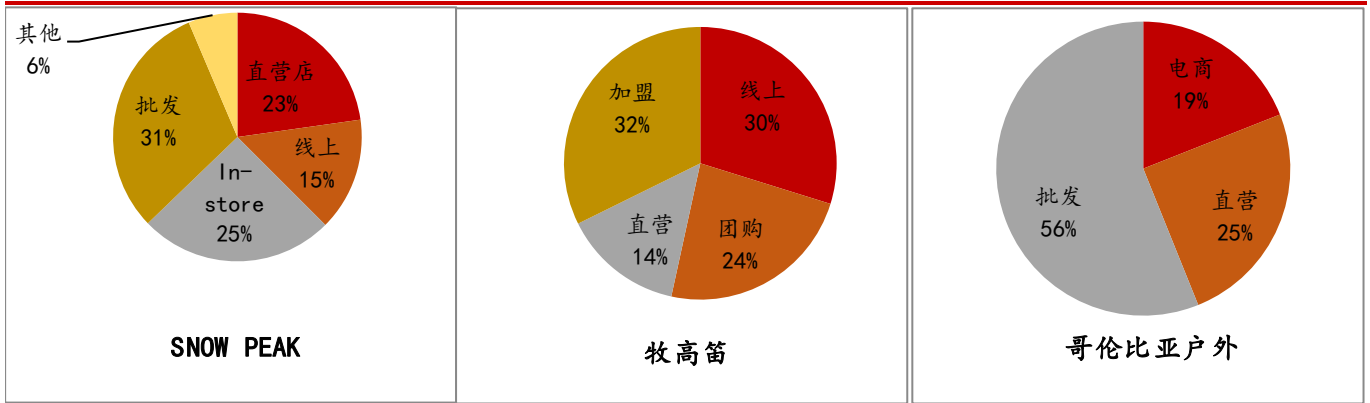
表 4 snowpeak、牧高笛、哥伦比亚户外收入、净利及增速（亿元，%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Snowpeak 收入	2.06	2.50	3.10	4.38	5.15	5.53	6.73	7.96	9.35
YOY	14%	22%	24%	41%	17%	8%	22%	18%	18%
Snowpeak 净利	0.07	0.10	0.06	0.16	0.27	-0.14	0.27	0.24	0.58
YOY	485%	34%	-34%	145%	70%	-152%	291%	-11%	146%
大牧收入		0.74	0.97	0.91	0.74	0.84	0.51	0.58	0.86
YOY			32%	-6%	-18%	12%	-39%	15%	48%
牧高笛品牌业务净利		0.06	-	0.06	0.12	0.00	-0.08	-0.09	-0.09
YOY		-	-	-	92%	-100%	-	-15%	0%
哥伦比亚户外收入	105	103	129	151	165	161	192	212	163
YOY		-2%	25%	18%	9%	-2%	19%	10%	-23%
哥伦比亚户外净利	6.28	5.75	8.39	11.32	13.31	6.87	18.41	23.06	7.05
YOY		-8%	46%	35%	18%	-48%	168%	25%	-69%

资料来源：wind，华西证券研究所

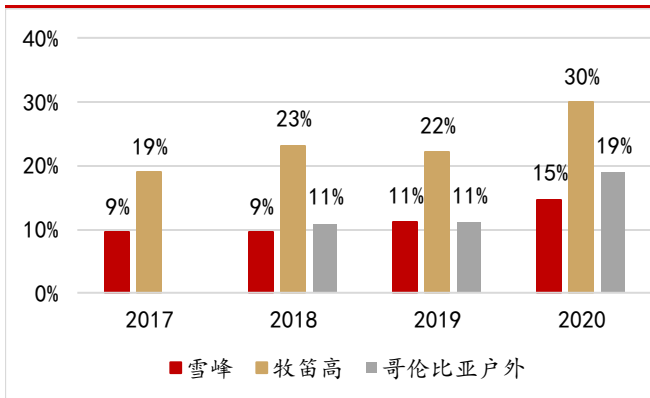
分渠道来看，SNOWPEAK 直营店收入占比为 23%、和哥伦比亚户外接近、高于牧高笛，但除直营店外，SNOWPEAK 的 IN-store 店（集合店中设立的 snowpeak 品牌专区，面积在 100 平米左右）中的店员为 snowpeak 员工，因此 snowpeak 的费用支出不仅仅包括直营店的运营费用。从线上收入占比来看，牧高笛电商收入占比最高、达 30%，牧高笛的大牧（帐篷）主要为线上、团购渠道，小牧（服装）为加盟、直营渠道。

图 11 2020 年雪峰及同业收入分渠道占比对比



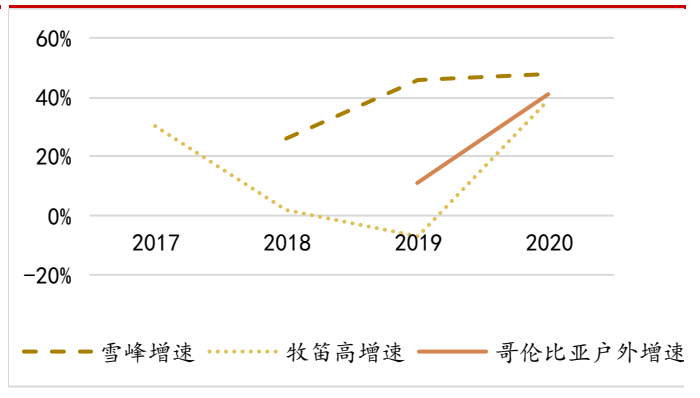
资料来源：公司公告、华西证券研究所。雪峰为日本地区分渠道结构，日本地区收入占比达 80%。IN-store 店为集合店中设立的 snowpeak 品牌专区，面积在 100 平米左右，其中销售人员为 snowpeak 员工。

图 12 雪峰及同业线上收入占比



资料来源：公司公告、华西证券研究所。注：牧高笛使用品牌业务数据。

图 13 雪峰及同业线上收入及增速



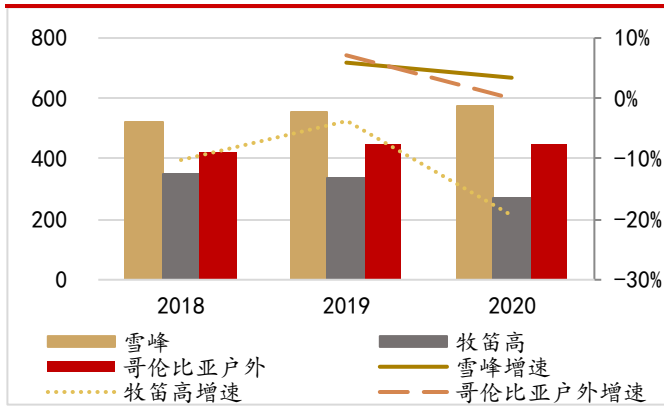
资料来源：公司公告、华西证券研究所。注：牧高笛使用品牌业务数据。

从主营地区来看，2020 年 snowpeak/牧高笛/哥伦比亚户外的店数分别为 573/271/450 家，(1) snowpeak 的日本/海外店数分别为 541/32 家、日本店数占比为 94%、日本收入占比为 80%，snowpeak 仍以日本地区为主营地区，并扩展至欧美韩等国家；(2) 牧高笛店铺均位于中国，2020 年店铺数为 271 家（均为小牧）；(3) 哥伦比亚户外主营地区为美国，2020 年美国/LAAP/EMEA/加拿大收入占比分别为 64%/17%/12%/7%。

从店效来看，2020 年 snowpeak/牧高笛/哥伦比亚户外的直营店效分别为 517/96/881 万元，我们分析，snowpeak 店效高于牧高笛主要由于 (1) 产品单价更高，(2) 店铺面积更大，snowpeak 直营店店铺面积在 130-400 平米之间，(3) snowpeak

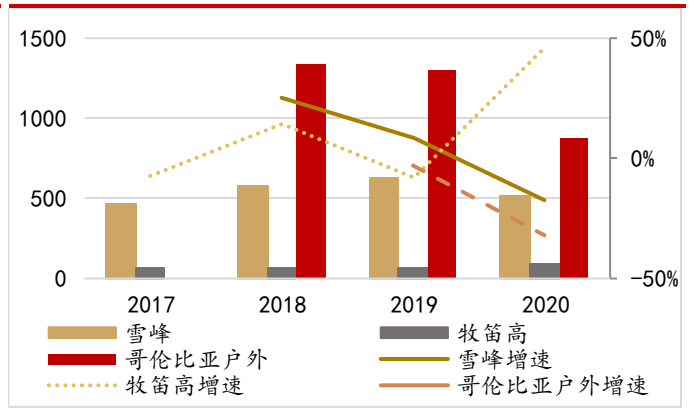
品类更多，包括户外装备及鞋服，而牧高笛线下店铺主要以售卖鞋服为主。我们分析，snowpeak 店效低于哥伦比亚户外主要由于面积差异、经营品类差异、地区差异等。

图 14 雪峰及同业店数及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所。注：牧高笛使用品牌业务数据。

图 15 雪峰及同业店效及增速 (万元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所。注：牧高笛使用品牌业务数据。1 美元=6.3651 元，100 日元=5.5791 元人民币。

3.2. Snowpeak 高单价来自高投入、净利率偏低

回顾 Snowpeak 历史，公司销售毛利率在 46%-55%之间波动，净利率在 2-6%之间波动。

2018-2020 年，snowpeak 毛利率分别为 53%/54%/55%，高于同业哥伦比亚户外（分别为 49%/50%/49%）及中国本土品牌牧高笛的大牧品牌（37%/28%/26%），我们分析主要由于 Snowpeak 定位高端，但值得注意的是，尽管 Snowpeak 单价高出同业数倍，但毛利率并未同等高出，表明公司的高单价来自高投入。

从净利率来看，2018-2020 年 Snowpeak 净利率分别为 4%/3%/6%，低于哥伦比亚、高于牧高笛。Snowpeak 净利率偏低我们分析主要由于费用率过高，从费用率细分来看，Snowpeak 的人员费用率（为细分费用/收入）/租金费率/折旧费率/其他费率分别为 21%/18%/26%/6%，我们分析主要由于工资水平更高以及直营为主模式下折旧和租金费用率较高。

Snowpeak2015 年净利率提高主要来自收入大幅增长摊薄费用率；2018 年毛利率提升以及次新店爬坡+开店放缓带来费用率改善；2020 年净利率提升主要得益于费用率改善（-1.3PCT）以及非经贡献（+2PCT）。

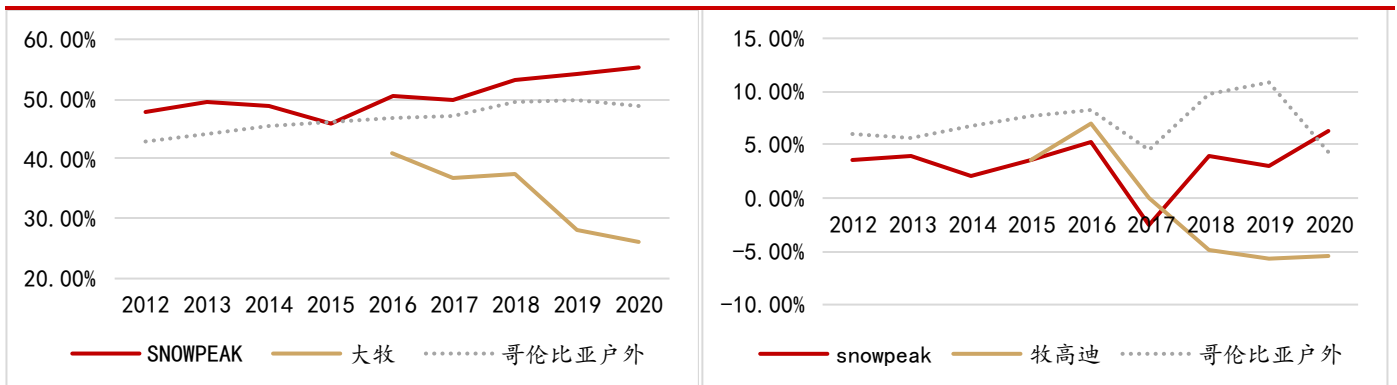
表 5 历年费用拆分

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
毛利率	48.0%	49.5%	48.7%	45.9%	50.4%	49.8%	53.3%	54.1%	55.3%
SG&A/收入	47%	47.0%	44.6%	38.7%	41.2%	51.2%	45.7%	47.7%	46.4%
其中：人员	13.2%	13.7%	11.7%	8.8%	8.8%	10.9%	9.6%	10.9%	20.3%
租金	-	-	-	2.9%	4.4%	5.2%	5.2%	4.8%	4.8%
折旧	4.9%	4.5%	3.8%	2.6%	2.3%	4.1%	3.8%	3.2%	3.4%
其他	28.9%	28.8%	29.1%	24.4%	25.7%	31.0%	27.0%	28.7%	17.9%

营业外净收入/收入	4.9%	3.9%	0.7%	-0.6%	-0.5%	1.0%	-0.3%	0.3%	0.3%
非经常性损益/收入	-0.3%	-0.2%	-0.2%		-0.3%	-1.9%	-0.5%	-1.2%	0.8%
所得税/收入	0.2%	2.3%	2.6%	2.9%	3.2%	0.2%	2.9%	2.6%	3.8%
净利率	3.6%	4.0%	2.1%	3.6%	5.3%	-2.5%	4.0%	3.0%	6.3%

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 16 雪峰、牧高迪大牧、哥伦比亚户外毛利率对比 图 17 雪峰、牧高笛、哥伦比亚户外净利率对比



资料来源: 公司公告、华西证券研究所。注: 牧高笛为大牧毛利率。

资料来源: 公司公告、华西证券研究所。注: 牧高笛为品牌业务净利率。

表 6 费用率拆分

	哥伦比亚户外		snowpeak		牧高笛	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
毛利率	50%	49%	54.10%	55.30%	28%	26%
税金及附加费率					0%	0%
销售费用率			47.6%	46.4%	11%	6%
管理费用率	37%	44%	人员: 19.8% 租金: 4.8% 折旧: 3.2% 其他: 19.9%	人员: 20.3% 租金: 4.8% 折旧: 3.4% 其他: 17.9%	7%	6%
研发费用率					1%	3%
财务费用率					0%	1%
减值损失占比					-1%	-2%
信用减值损失占比					0%	0%
公允价值变动占比					0%	1%
其他收益占比	1%	0%			2%	2%
净营外收入占比					0%	0%

所得税率	2%	1%	3%	4%	3%	2%
少股损益占比					0%	0%
净利率	11%	4%	3%	6%	8%	7%

资料来源：公司公告、华西证券研究所。注：牧高笛为公司整体费用率拆分。

4. 估值对比：snowpeak 疫情以来股价上涨 16 倍，PE 中枢在 50-60 倍、PS 在 0.7-6 倍

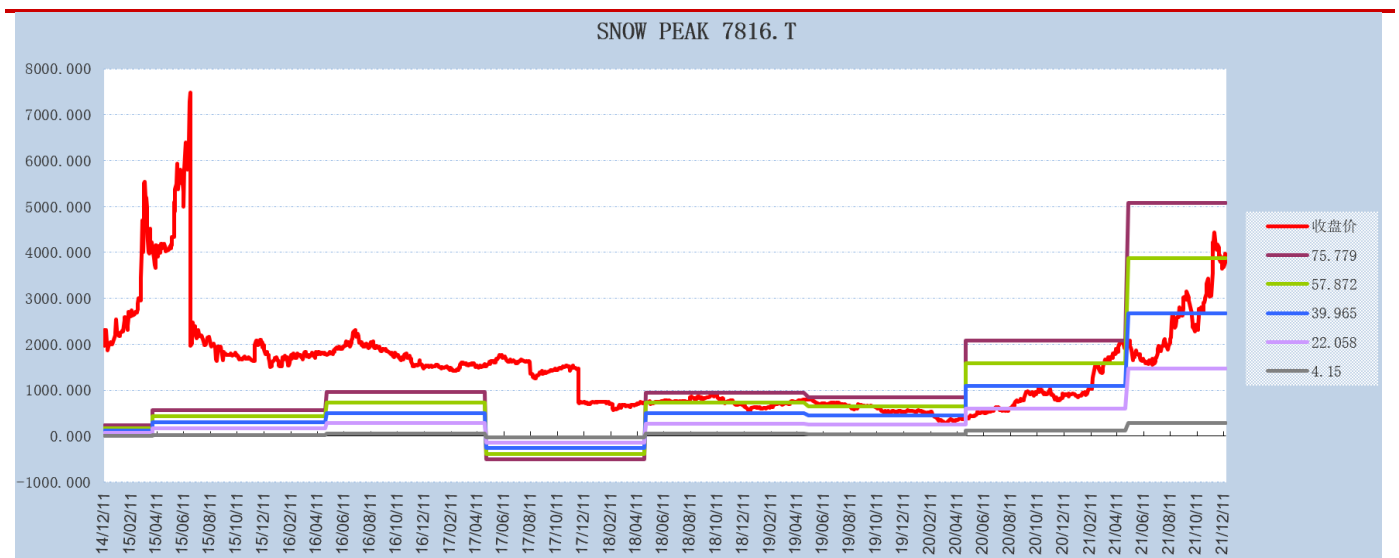
回顾 snowpeak 资本市场历史，主要可以分为 4 个阶段：

(1) 2015 年露营热阶段：2014 年 12 月公司上市，正逢日本迎来第二波露营热，公司 2015 年收入/利润大幅增长 41%/145%，2015 年下半年公司 PE 在 200-300 倍之间波动、PS 在 7-12 倍之间波动。

(2) 2016 年公司虽然仍在大量开店、但收入增长放缓至 17%，PE 估值下降至 110-180X 之间波动、PS 估值下降至 6-10 倍之间波动。2017 年大量开店带来上市后首年亏损，带动估值和业绩的戴维斯双杀，2017-2020Q1 之间，PE 最低跌至 27 倍、PS 估值跌至 0.73 倍（2020 年 3 月）。

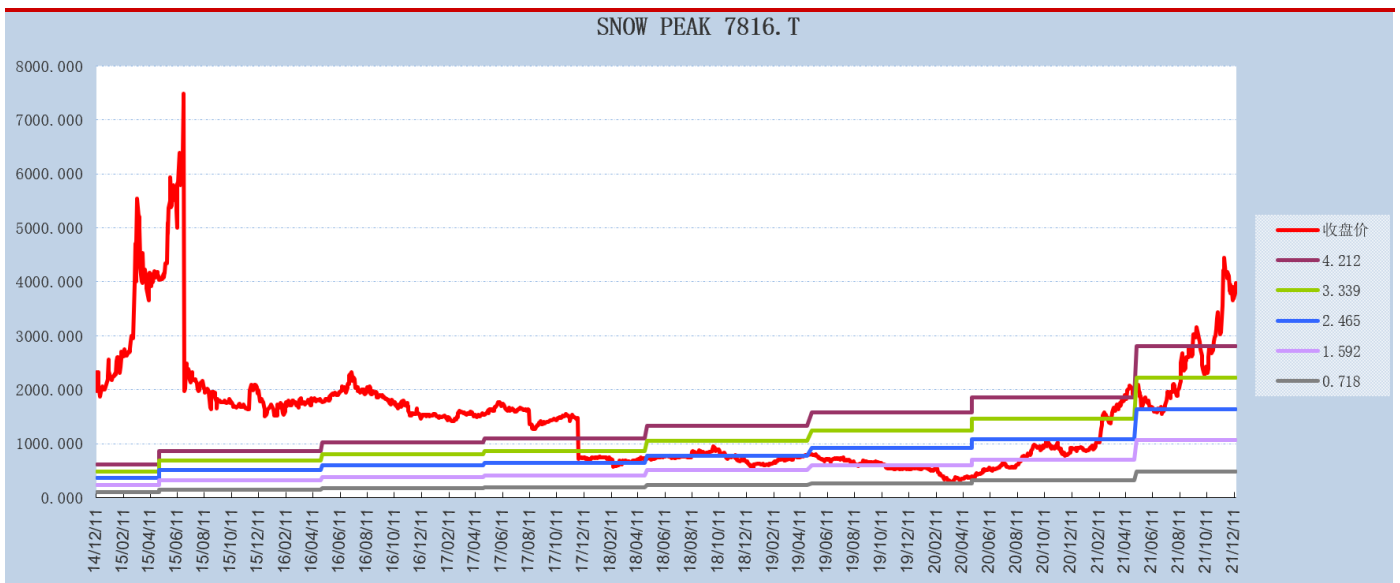
(3) 2020 年疫情后，受益疫情催动露营热，公司 20Q3 后受益于疫情带动露营火爆，2020 年实现收入/利润增长 18%/146%，2021 年业绩持续靓丽，带动股价从 2020 年低点最高上涨 1650%，最高点（2021 年 11 月 29 日）对应 21 年 PE 估值为 67X、PS 估值为 6 倍，对应 22 年 PE 估值为 55 倍。

图 18 PE BAND



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 19 PS BAND



资料来源：公司公告、华西证券研究所

回顾牧高笛的估值：

(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。11 月中旬以来牧高笛股价回升最高至 42.8 元。

5. 投资建议

本文我们主要研究了中日露营发展路径以及代表公司 Snowpeak，(1) 从成长空间来看，2020 年 snowpeak 收入为 10.6 亿元，其中我们估计帐篷收入超 4 亿元 (占比约 40%)，而牧高笛 2020 年品牌业务收入仅为 1.6 亿元 (其中大牧-装备收入 0.86 亿元)，对标 snowpeak，牧高笛成长空间较大。(2) 拆分店数和店效来看，2020 年 snowpeak 店数为 573 家、直营店的店效为 517 万元，而 2020 年牧高笛小牧店数为 271

家、直营店店效仅为 96 万元，未来店数和店效均具有提升空间。(3) 从毛利率和净利率来看，Snowpeak 为 55%/6%、但 21Q2 净利率为 11%，对比大牧品牌仍存在改善空间。维持 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 12 月 17 日收盘价为 39.29 元对应 21-23 年 PE 分别为 32/21/16X，维持“买入”评级。SNOWPEAK 历史估值在 50-60 倍波动，对标同行 SNOWPEAK 估值，若给予牧高笛 22 年品牌业务 30-45 倍、代工 20 倍对应目标市值 30-37.9 亿元、目标价 45-56.8 元。

表 7 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
品牌	三夫户外	17.71	0.19	0.36	0.48	93	49	37	146%
	探路者	9.67	0.13	0.16	-	74	60	-	141%
	SNOWPEAK	3565	56.62	68.72	68.2	63	52	52	101%
	平均值	-	-	-	-	77	54	45	
代工	浙江自然	70.85	2.28	3.08	4.07	31	23	17	38.73%

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 12 月 17 日，SNOWPEAK 单位为日元，其他单位为人民币。

6. 风险提示

产品迭代不及预期，疫情的不确定性，露营地供给不及预期，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	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	56.9	31.9	21.1	16.4
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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。