

## 露营行业高景气，内外销增长高弹性

### 投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2021 年年报。2021 年公司实现营收 9.2 亿元，同比增长 43.6%，其中 Q1-Q4 营收增速分别为 25.7%/58.4%/36.4%/50.7%，季度增速保持亮眼趋势。21 年归母净利润 7861 万元，同比增长 71%；Q4 归母净利润 717 万元，同比扭亏，整体业绩符合预期。
- **盈利能力稳健，费控持续优化。**公司毛利率为 24.9%，同比下降 0.6pp，毛利率下降主要是由于原材料价格上涨及运费转入成本，整体保持稳健。其中帐篷及装备、服装鞋子及配件毛利率分别为 22.9% (-0.1pp)、34.7% (-4pp)、35.9% (+2pp)；分内外销看，海外毛利率为 20.4%，同比降 2.5pp，内销毛利率 33.9%，同比增 1pp。内销占比提升也在一定程度上拉动了整体毛利率。费用率方面，21 年总费率为 15.4%，同比减少 1.7pp，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.8% (-0.4pp)/6.1% (-0.3pp)/2.8% (-0.6pp)/0.9% (-0.5pp)。21 年公司所得税率为 15.8% (-5.7pp)。在多种因素影响下，21 年公司净利率为 8.5%，同比提升 1.4pp，盈利能力稳健。
- **露营需求旺盛带动外销及大牧业绩放量。**21 年公司外销/内销分别贡献营收 6.2 亿元 (+28%)/3.1 亿元 (+90%)，外销连续两年维持较快增长，内销增势迅猛。内销拆分来看，大牧/小牧分别实现营收 2.2 亿元 (+156%)/0.9 亿元 (+15%)，内外销取得亮眼增速均受益于露营需求旺盛带动。分产品来看，21 年公司帐篷及装备/服装及鞋子/配件及其他营收分别为 7.7 亿元 (+43.8%)/1 亿元 (+13.7%)/0.5 亿元 (+228.5%)。
- **多渠道发力，实体门店店效提升。**2021 年公司内销线上/线下渠道营收分别为 1.1 亿元 (+126.7%)/2 亿元 (+74.5%)，营收占比分别为 35.5%/64.6%。线下渠道中，分销团购贡献营收 1.1 亿元 (+193%)，门店贡献 0.9 亿元，渠道多点开花。门店渠道方面 21 年末直营/加盟门店数量分别为 30 家 (+6 家)/196 家 (-51 家)，直营/加盟收入分别为 0.3 亿元 (+21.8%)/0.6 亿元 (+11.8%)，渠道效率有所提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.81 元、2.48 元和 3.19 元，对应 PE 分别为 30 倍、22 倍和 17 倍。考虑到近年国内外露营需求持续旺盛且公司在该领域深耕具有一定竞争壁垒，参考可比公司估值，给予公司 22 年 35 倍估值，目标价 63.4 元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；汇率波动的风险。

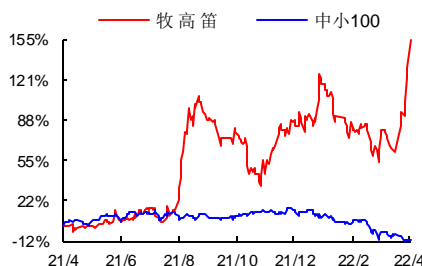
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	923.26	1256.60	1613.01	2000.42
增长率	43.64%	36.11%	28.36%	24.02%
归属母公司净利润 (百万元)	78.61	120.59	165.27	212.79
增长率	70.99%	53.39%	37.05%	28.75%
每股收益 EPS (元)	1.18	1.81	2.48	3.19
净资产收益率 ROE	16.78%	22.62%	25.53%	28.78%
PE	46	30	22	17
PB	7.79	6.84	5.86	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

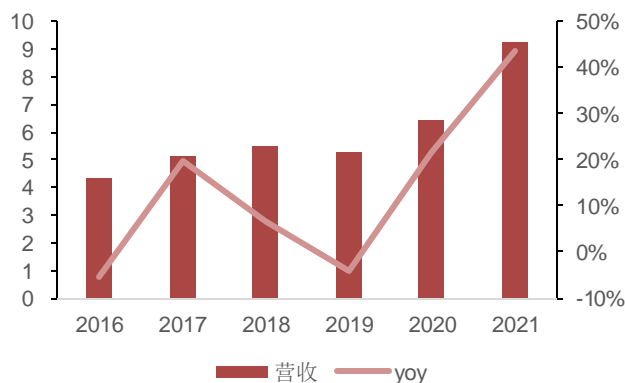
总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	21.45-54.71
总市值(亿元)	36.49
总资产(亿元)	11.86
每股净资产(元)	7.03

### 相关研究

## 1 露营装备行业龙头，业绩高增长

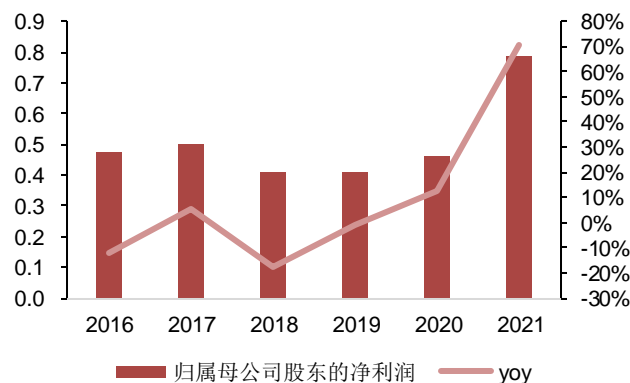
**高景气赛道，业绩增长亮眼。**收入端来看，2016-2021 年公司营业收入从 4.3 亿元增长到 2021 年的 9.2 亿元，年均复合增长率达到 16.5%。2021 年营收较上年同期增长 43.6%，创历史新高。公司归母净利润从 2015-2021 年复合年均增速为 10.6%。2021 年较上年同期增长 71%达到 0.8 亿元，营收和净利润增速均处于加速上行趋势。

图 1：2016-2021 年公司营收（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

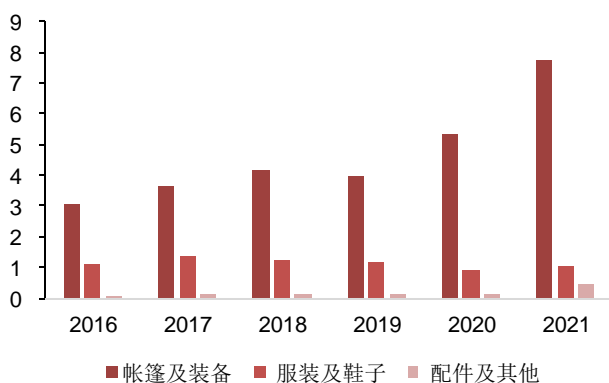
图 2：2016-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

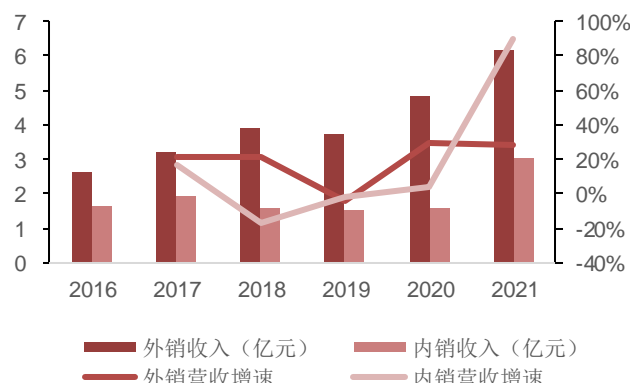
**露营帐篷贡献主要营收，外内销齐头并进。**牧高笛主要从事户外用品的研发制造和销售，包括外销 OEM/ODM（客户涵盖迪卡侬、Columbia 等）及内销自主品牌（大牧/小牧）。分产品来看，帐篷及装备为近年来营收贡献主力，21 年帐篷及设备/服装及鞋子/配件及其他分别贡献营收 7.7 亿元（+43.8%）/1 亿元（+13.7%）/0.5 亿元（+228.5%），营收占比分别为 83.5%/11.3%/5%。分内外销看，公司外销业务主要通过 OEM/ODM 为向海外客户供给露营帐篷，主要客户为迪卡侬、Go outdoors、Home Retail Group 等；内销业务包括经营自主品牌大牧（销售露营帐篷等）和小牧（销售户外服装及鞋子）。2021 年外销业务与内销业务分别贡献营收 6.2 亿元（+28%）/3.1 亿元（+90%），营收占比分别为 66.7%/33.2%。

图 3：2016-2021 年公司主要产品收入（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

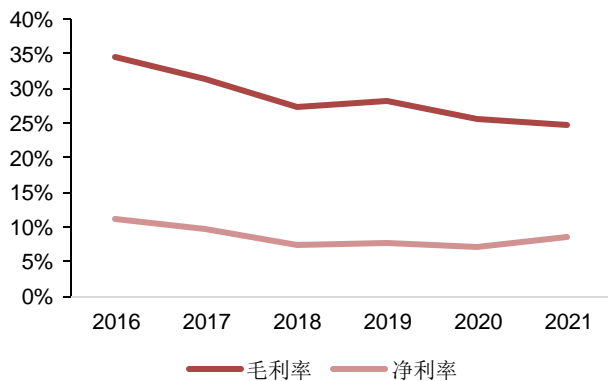
图 4：2016-2021 年公司外销/内销收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

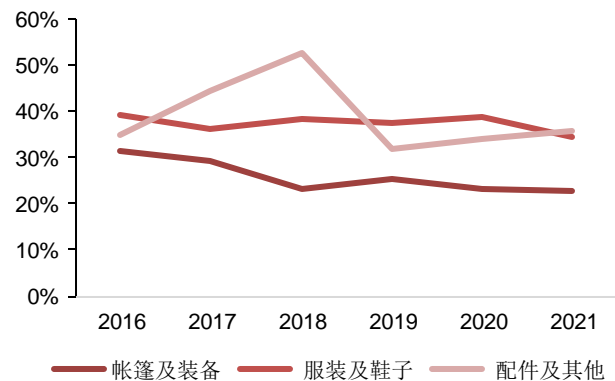
毛利率有所下降，鞋服类产品盈利能力最优。2021 年公司毛利率为 24.8%，较 2016 年下降 9.6pp，毛利率下降主要受两方面影响：1) 毛利率较高的鞋服产品占比从 2016 年 26.3% 下降至 11.3%，毛利率较低的帐篷装备占比提升；2) 新收入准则下运费计入营业成本至所有产品毛利率均有所下降。分产品来看，21 年帐篷/鞋服/配件毛利率分别为 22.9%/34.7%/35.9%，较 2016 年分别-8.5pp/-4.4pp/+0.8pp，鞋服类盈利能力最优。

图 5：2016-2021 年公司毛利率及归母净利率



数据来源：公司年报，西南证券整理

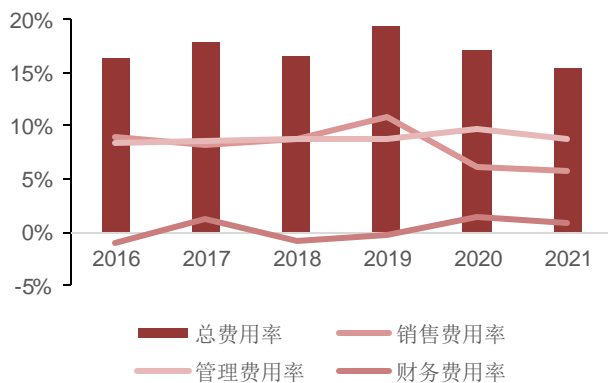
图 6：2016-2021 年公司主要产品毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

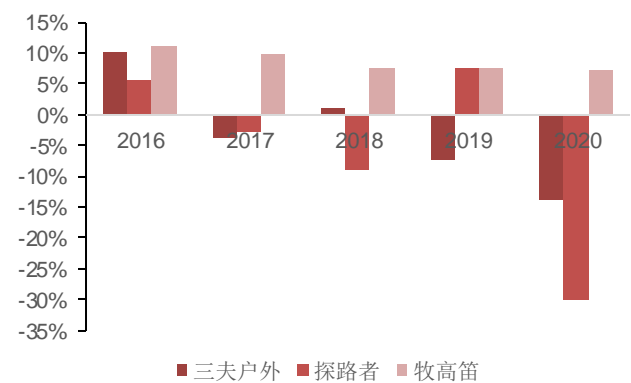
费控持续优化，盈利能力领先。2021 年公司总费用率为 15.4%，较 2016 年下降 0.9pp，其中 2019 年以来公司费控持续优化，总费率共下降 3.9pp。分拆来看，21 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.8%/8.8%/0.9%，较 2016 年分别-3.3pp/+0.4pp/+2pp。管理费用率上升与公司规模扩张一致，财务费用率提升主要为汇兑损益增加所致。总体来看，公司 17-21 年净利率维持平稳，盈利能力超过同行可比公司。

图 7：2016-2021 年公司费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2020 年公司与可比公司净利率



数据来源：公司年报，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：随着毛利率的内销业务占比提升，未来公司毛利率有望持续呈现上行态势，预计 22-24 年公司毛利率分别为 25.2%、25.7%、26.1%。

假设 2：随着线下直营、加盟门店运营效率逐步提升，预计 2022-2024 年直营门店营收增速分别为 25%、20%、16%，加盟门店增速分别为 30%、20%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	923.26	1256.6	1613.0	2000.4
yoy	43.64%	36.1%	28.4%	24.0%
营业成本	693.98	940.4	1199.1	1479.0
毛利率	24.8%	25.2%	25.7%	26.1%
<b>外销</b>				
收入	615.46	769.3	923.2	1107.8
yoy	28.0%	25.0%	20.0%	20.0%
成本	489.76	611.6	732.1	875.2
毛利率	20.4%	20.5%	20.7%	21.0%
<b>内销</b>				
收入	306.07	484.7	686.4	888.4
yoy	90.0%	58.4%	41.6%	29.4%
成本	202.19	326.4	464.0	600.1
毛利率	33.9%	32.7%	32.4%	32.5%
<b>——线上</b>				
收入	108.50	173.6	243.0	316.0
yoy	126.7%	60.0%	40.0%	30.0%
成本	65.25	105.9	147.0	189.6
毛利率	39.9%	39.0%	39.5%	40.0%
<b>——线下</b>				
收入	197.6	311.1	443.4	572.4
yoy	74.5%	57.5%	42.5%	29.1%
成本	136.94	220.5	316.9	410.5
毛利率	30.7%	29.1%	28.5%	28.3%
<b>——直营</b>				
收入	27.8	34.8	41.8	48.4
yoy	21.83%	25.00%	20.00%	16.00%
成本	13.89	17.4	21.0	24.4

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	50.12%	50.00%	49.80%	49.60%
——加盟				
收入	58.5	76.0	91.2	104.9
yoy	11.82%	30.00%	20.00%	15.00%
成本	38.35	50.9	60.6	69.6
毛利率	34.39%	33.00%	33.50%	33.60%
——团购				
收入	111.3	200.3	310.5	419.1
yoy	192.27%	80.00%	55.00%	35.00%
成本	84.7	152.2	235.3	316.4
毛利率	23.88%	24.00%	24.20%	24.50%
其他				
收入	1.7	2.6	3.4	4.2
yoy	105.95%	50.00%	30.00%	25.00%
成本	2.0	2.3	3.0	3.8
毛利率	-17.34%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面,我们以同类型业态的浙江自然、探路者作为可比公司,考虑到近年国内外露营需求持续旺盛且公司在该领域深耕具有一定竞争壁垒,参考可比公司估值,给予公司 22 年 35 倍估值,目标价 63.4 元,首次覆盖给予“持有”评级。

**表 2: 可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
605080.SH	浙江自然	61.94	2.21	2.99	3.91	28	21	16
300005.SZ	探路者	7.86	0.06	0.1	0.18	136	82	43
平均值						82	52	30
603908.SH	牧高笛	54.71	1.81	2.48	3.19	30	22	17

数据来源: Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	923.26	1256.60	1613.01	2000.42	净利润	78.61	120.59	165.27	212.79
营业成本	693.98	940.38	1199.09	1479.03	折旧与摊销	7.70	11.11	13.42	16.20
营业税金及附加	2.97	4.42	5.51	6.90	财务费用	8.08	9.55	11.44	12.41
销售费用	53.09	87.96	109.68	130.03	资产减值损失	-12.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.84	82.94	103.23	130.03	经营营运资本变动	-128.17	-122.92	-122.89	-128.55
财务费用	8.08	9.55	11.44	12.41	其他	-8.99	-10.23	-22.66	-16.50
资产减值损失	-12.50	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-55.27</b>	<b>8.11</b>	<b>44.57</b>	<b>96.35</b>
投资收益	17.19	16.33	15.51	14.74	资本支出	-5.23	-25.00	-25.00	-30.00
公允价值变动损益	1.69	1.66	3.27	3.70	其他	30.38	17.99	18.78	18.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>25.14</b>	<b>-7.01</b>	<b>-6.22</b>	<b>-11.56</b>
<b>营业利润</b>	<b>93.29</b>	<b>149.35</b>	<b>202.83</b>	<b>260.47</b>	短期借款	34.67	27.04	84.29	62.83
其他非经营损益	0.10	0.05	-0.05	0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>93.39</b>	<b>149.40</b>	<b>202.78</b>	<b>260.50</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.77	28.81	37.51	47.71	支付股利	-50.02	-55.91	-75.56	-96.47
净利润	78.61	120.59	165.27	212.79	其他	-22.07	-17.51	-11.44	-12.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-37.42</b>	<b>-46.38</b>	<b>-2.71</b>	<b>-46.05</b>
归属母公司股东净利润	78.61	120.59	165.27	212.79	<b>现金流量净额</b>	<b>-68.61</b>	<b>-45.28</b>	<b>35.64</b>	<b>38.74</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	170.95	125.66	161.30	200.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	111.33	153.46	196.39	243.18	销售收入增长率	43.64%	36.11%	28.36%	24.02%
存货	531.02	711.80	913.64	1125.90	营业利润增长率	58.60%	60.08%	35.81%	28.41%
其他流动资产	263.90	275.54	281.66	292.49	净利润增长率	70.99%	53.39%	37.05%	28.75%
长期股权投资	9.86	9.86	9.86	9.86	EBITDA 增长率	46.65%	55.87%	33.93%	26.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	39.01	36.83	34.24	31.24	毛利率	24.83%	25.16%	25.66%	26.06%
无形资产和开发支出	10.85	27.16	41.57	58.60	三费率	12.67%	14.36%	13.91%	13.62%
其他非流动资产	49.49	49.25	49.02	48.78	净利率	8.51%	9.60%	10.25%	10.64%
<b>资产总计</b>	<b>1186.41</b>	<b>1389.56</b>	<b>1687.67</b>	<b>2010.09</b>	ROE	16.78%	22.62%	26.53%	28.78%
短期借款	323.56	350.60	434.88	497.72	ROA	6.63%	8.68%	9.79%	10.59%
应付和预收款项	337.58	463.72	583.92	722.95	ROIC	24.87%	25.56%	26.05%	26.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.81%	13.53%	14.12%	14.45%
其他负债	56.73	42.03	45.94	50.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>717.87</b>	<b>856.34</b>	<b>1064.75</b>	<b>1270.85</b>	总资产周转率	0.85	0.98	1.05	1.08
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	固定资产周转率	25.63	33.21	45.50	61.25
资本公积	229.29	229.29	229.29	229.29	应收账款周转率	12.09	12.16	11.73	11.60
留存收益	172.56	237.24	326.95	443.27	存货周转率	1.64	1.50	1.46	1.44
归属母公司股东权益	468.54	533.22	622.92	739.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>468.54</b>	<b>533.22</b>	<b>622.92</b>	<b>739.24</b>	资产负债率	60.51%	61.63%	63.09%	63.22%
负债和股东权益合计	1186.41	1389.56	1687.67	2010.09	带息债务/总负债	45.07%	40.94%	40.84%	39.16%
					流动比率	1.56	1.53	1.50	1.50
					速动比率	0.79	0.67	0.62	0.59
					股利支付率	63.62%	46.36%	45.72%	45.34%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	109.07	170.01	227.69	289.08	每股收益	1.18	1.81	2.48	3.19
PE	46.41	30.26	22.08	17.15	每股净资产	7.03	8.00	9.34	11.08
PB	7.79	6.84	5.86	4.94	每股经营现金	-0.83	0.12	0.67	1.44
PS	3.95	2.90	2.26	1.82	每股股利	0.75	0.84	1.13	1.45
EV/EBITDA	32.25	21.07	15.95	12.64					
股息率	1.37%	1.53%	2.07%	2.64%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn