

牧高笛 (603908.SH)

增持

露营产品销售收入快速增长，品牌结构优化提高盈利能力

核心观点

牧高笛披露 22Q1 季报，实现收入利润高增长。公司一季度实现营收 3.27 亿元 (+56.06%)，归母净利润 3677 万元 (+73.38%)，扣非归母净利润 3153 万元 (+77.03%)。

大牧产品销售实现突破，毛利率提高印证产品结构优化。根据公司公布的一季度主要经营数据，可以发现公司在外销 (ODM/OEM) 与品牌业务收入上都取得了同比高增长。其中：

1) 外销 (ODM/OEM) 与其他业务：一季度实现收入 2.34 亿元，同比增长 43.95%；毛利率 21.5%，较去年略有下降，主要受运费与原材料价格上涨的影响，但整体在合理范围内，符合预期。

2) 品牌业务：一季度实现收入 9292 万元，同比大增 98.2%；毛利率 35.6%，较去年提高 1.25pct。

品牌业务中主打露营产品的大牧部门销售表现尤为亮眼，得益于公司与露营地紧密合作，实现收入 7442 万元，同比大增 184%；实现毛利率 34.8%，公司 21 年底对露营装备的提价，以及率先布局精致露营产品的策略共同促成毛利率的提高。随着品牌收入占比提升，我们认为 22 年公司的盈利能力整体将再上一个台阶。

疫情反复下户外露营持续升温，多渠道推广品牌产品有望持续放量。一季度天猫户外帐篷成交额同比增长超 100%，其中大型帐篷、天幕等有两倍以上增长。1 至 4 月上旬，通过携程报名露营游的用户数量是 2021 全年的 5 倍以上，在营地的消费中，有 90% 是对设备端的需求。在行业欣欣向荣的同时，公司一季度上架了新款揽盛系列帐篷；同必胜客联名推出野餐露营周边；参与了奈良美智艺术展；并取得《一起露营吧》综艺节目的 IP 授权合作，大大增加了产品曝光度。我们认为公司通过立体的产品推广方式，可实现对目标客群的精准宣传，结合品牌自身优势，将取得超行业平均水平的增长。

风险提示：原材料成本增加；订单低于预期；行业市场规模不及预期。

投资建议：调高盈利预测，维持“增持”评级。我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力管理上表现突出。结合公司一季度各方面经营表现，我们上调公司 2022-2024 年 1.21/1.63/2.08 亿盈利预测，至 1.27/1.7/2.18 亿元。对应当前市值分别为 32、24、19x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	643	923	1,298	1,691	2,135
(+/-%)	21.4%	43.6%	40.6%	30.3%	26.3%
净利润(百万元)	46	79	127	170	218
(+/-%)	12.7%	71.0%	61.9%	33.9%	28.0%
每股收益(元)	0.69	1.18	1.91	2.56	3.27
EBIT Margin	9.3%	10.0%	11.8%	12.3%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	16.8%	24.1%	27.3%	28.7%
市盈率 (PE)	88.4	51.7	31.9	23.8	18.6
EV/EBITDA	70.1	48.6	32.0	24.9	20.2
市净率 (PB)	9.23	8.67	7.69	6.51	5.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

中小盘·中小盘 II

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	60.02 元
总市值/流通市值	4021/4021 百万元
52 周最高价/最低价	68.39/21.76 元
近 3 个月日均成交额	72.09 百万元

市场走势



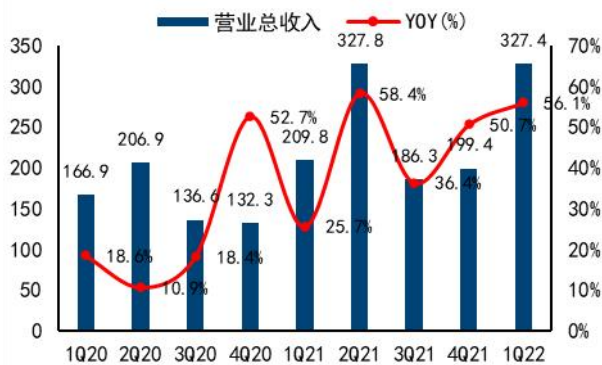
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《牧高笛-603908-深度报告：露营渗透加速，关注品牌拐点》——2021-10-25

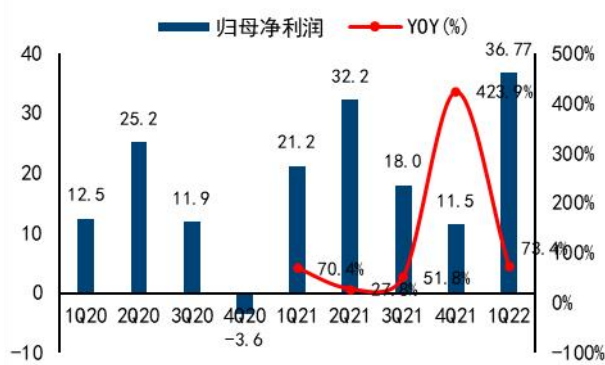
牧高笛披露 22Q1 季报，高增长同时盈利能力超预期。公司一季度实现营收 3.27 亿元（+56.06%），归母净利润 3677 万元（+73.38%），扣非归母净利润 3153 万元（+77.03%）。一季度收入主要由北半球客户贡献，增速快于公司 22 年预算。

图1：牧高笛单季度营业收入及增速（百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：牧高笛单季归母净利润及增速（百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大牧产品销售实现突破，毛利率提高印证产品结构优化。根据公司公布的一季度主要经营数据，可以发现公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得了同比高增长，而品牌业务中主打露营装备的大牧部门销售表现尤为亮眼。具体来看：

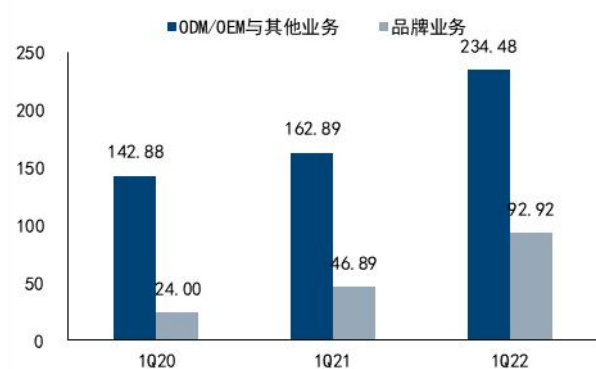
3) 外销（ODM/OEM）与其他业务：一季度实现收入 2.34 亿元，同比增长 43.95%；毛利率 21.5%，较去年略有下降，主要受运费与原材料价格上涨的影响，但整体在合理范围内，符合预期。

4) 品牌业务：一季度实现收入 9292 万元，同比大增 98.2%；毛利率 35.6%，较去年提高 1.25pct。

其中，主打户外鞋服的小牧实现收入 1850 万元，较去年略有下降。具体来看，小牧直营店收入 641.83 万元，同比增 9.62%；加盟店收入 1208 万元，同比减少 18.61%。受 3 月宁波疫情风控影响，参加公司线下订货会的订货商数量减少，造成了小牧营收下降，但不会对全年小牧的销售造成过多影响。一季度小牧整体毛利率 38.9%，较去年同期提高 1.52pct。公司有选择性地精简线下门店，坚持产品创新，提高了整体盈利能力。

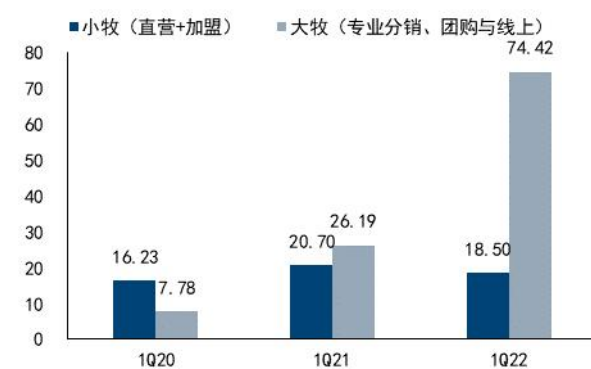
主打露营装备的大牧实现收入 7442 万元，同比大增 184%，其中大牧自营线上渠道取得收入 2953 万元，同比增长 119%；专业装备分销与团购渠道收入 4488 万元，同比大增 253%。一季度大牧整体毛利率 34.8%，其中大牧自营线上渠道毛利率 41.17%，同比提高 4.48pct；专业装备分销与团购渠道毛利率 30.61%，同比提高 3.59pct。公司精致露营产品放量、21 年底对露营装备的提价、持续的产品联名推广与上新等策略共同促成毛利率的提高。随着品牌收入占比与毛利率的提升，我们认为 22 年公司整体的盈利能力将再上一个台阶。

图3：牧高笛一季度主营收入分拆（百万元）



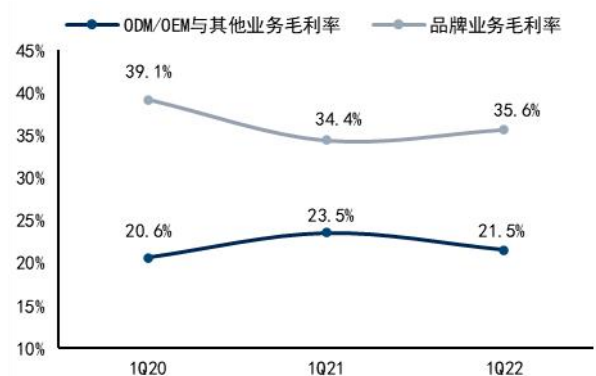
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：牧高笛一季度品牌业务收入分拆（百万元）



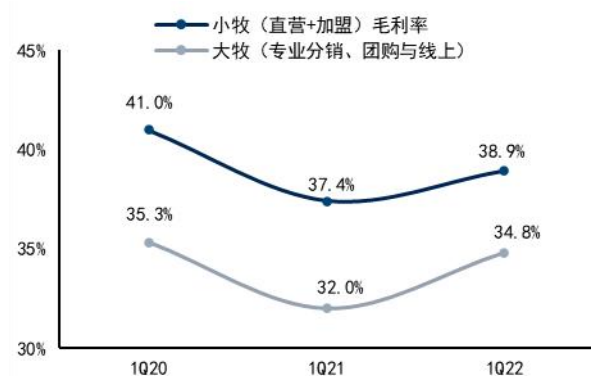
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：牧高笛一季度主营业务分拆毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：牧高笛一季度品牌业务分拆毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情反复下户外露营持续升温，多渠道推广品牌产品有望持续放量。一季度往往是国内露营的淡季，但随着疫情防控的常态化，营地野餐、亲近自然的休闲方式较传统旅游吸引力逐步提升。2022年一季度，天猫户外帐篷成交额同比增长超100%，其中大型帐篷、天幕等有两倍以上增长。1至4月上旬，通过携程报名露营游的用户数量是2021全年的5倍以上，在营地的消费中，有90%是对设备端的需求。在行业欣欣向荣的同时，公司一季度上架了新款揽盛系列帐篷；同必胜客联名推出野餐露营周边；参与了奈良美智艺术展；并取得《一起露营吧》综艺节目的IP授权合作，大大增加了产品曝光度。我们认为公司通过立体的产品推广方式，可实现对目标客群的精准宣传，结合品牌自身优势，将取得超行业平均水平的增长。

投资建议：调高盈利预测，维持“增持”评级。我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力管理上表现突出。结合公司一季度各方面经营表现，我们上调公

司 2022-2024 年 1.21/1.63/2.08 亿盈利预测，至 1.27/1.7/2.18 亿元，对应当前市值分别为 32、24、19x，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	240	171	260	338	427	营业收入	643	923	1298	1691	2135
应收款项	70	91	123	161	203	营业成本	479	694	955	1240	1565
存货净额	301	531	733	953	1202	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他流动资产	30	40	57	74	94	销售费用	39	53	73	94	116
流动资产合计	918	1077	1417	1770	2170	管理费用	41	56	77	99	123
固定资产	35	39	36	42	47	研发费用	21	25	35	44	53
无形资产及其他	11	11	15	20	25	财务费用	9	8	10	13	16
投资性房地产	13	49	49	49	49	投资收益	7	17	10	12	14
长期股权投资	0	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	19	14	0	0	0
资产总计	976	1186	1528	1891	2301	其他收入	(39)	(47)	(35)	(44)	(53)
短期借款及交易性金融负债	289	332	476	590	676	营业利润	59	93	153	208	269
应付款项	196	301	410	527	673	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	45	57	77	100	126	利润总额	59	93	153	208	269
流动负债合计	530	690	963	1218	1476	所得税费用	13	15	26	37	51
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	28	37	49	63	归属于母公司净利润	46	79	127	170	218
长期负债合计	6	28	37	49	63	现金流量表（百万元）					
负债合计	536	718	1000	1267	1539	净利润	46	79	127	170	218
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	(10)	10	1	1
股东权益	440	469	528	624	761	折旧摊销	6	6	5	5	6
负债和股东权益总计	976	1186	1528	1891	2301	公允价值变动损失	(19)	(14)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	9	8	10	13	16
每股收益	0.69	1.18	1.91	2.56	3.27	营运资本变动	(17)	(169)	(103)	(120)	(124)
每股红利	0.82	0.90	1.01	1.12	1.21	其它	(5)	10	(10)	(1)	(1)
每股净资产	6.60	7.03	7.92	9.35	11.42	经营活动现金流	16	(98)	29	56	101
ROIC	18%	20%	24%	24%	25%	资本开支	0	(19)	(17)	(17)	(17)
ROE	10%	17%	24%	27%	29%	其它投资现金流	(97)	33	0	0	0
毛利率	25%	25%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(97)	5	(17)	(17)	(17)
EBIT Margin	9%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	44%	41%	30%	26%	支付股利、利息	(55)	(60)	(67)	(75)	(81)
净利润增长率	13%	71%	62%	34%	28%	其它融资现金流	358	144	144	115	86
资产负债率	55%	61%	65%	67%	67%	融资活动现金流	245	24	77	40	5
息率	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	现金净变动	164	(69)	89	79	89
P/E	88.4	51.7	31.9	23.8	18.6	货币资金的期初余额	75	240	171	260	338
P/B	9.2	8.7	7.7	6.5	5.3	货币资金的期末余额	240	171	260	338	427
EV/EBITDA	70.1	48.6	32.0	24.9	20.2	企业自由现金流	0	(104)	12	39	85
						权益自由现金流	0	41	148	143	158

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032