

牧高笛 (603908)

证券研究报告

2022年07月15日

Q2 环比显著提速，继续看好产业趋势及头部优势演绎，周边市场大有可为

预计 22Q2 收入 5.36 亿元同增 63.6%，归母净利 0.77 亿元同增 137.6%

公司发布半年度业绩预增公告，预计 22H1 实现归母净利约 1.13 亿元，同增约 112.1%；其中，Q1 归母净利 3677.39 万元，同增 73.4%，Q2 约 7656.21 万元，同增约 137.6%。

主营业务受益国内外露营行业需求增长，实现营收与利润较好增长。预计 22H1 公司主营业务收入约 8.64 亿元，同增约 60.8%；其中，Q1 收入 3.27 亿元，同增 56.1%，Q2 约 5.36 亿元，同增约 63.6%。Q2 净利率 14.3%，环比 Q1 (11.3%) 增长 3pct。

分业务来看，22H1 外销 (OEM/ODM) 业务收入约 5.18 亿元 (占总 60%)，同增约 24.8%，其中，Q1 外销收入 2.34 亿同增 44.0%，Q2 约 2.83 亿同增约 12.5%；

品牌预计收入约 3.46 亿 (占总 40%)，同增约 182.5%，其中 Q1 品牌收入 0.93 亿同增 98.2%，Q2 约 2.53 亿同增约 234.7%。

净利润增速高于营收增速主要系品牌业务收入占比持续提升，公司综合毛利率提升等原因所致。

品牌业务高速增长，Q2 大牧线上收入 1.47 亿同增 248.2%，大牧线下 1.23 亿同增 381%

品牌业务收入实现高速增长，主要系国内露营装备市场需求旺盛，大牧销售渠道收入高速增长等原因所致。22H1 大牧线上自营渠道收入约 1.47 亿同增约 248%，其中 Q1 收入 0.3 亿同增 119%，Q2 收入约 1.17 亿同增约 309%。

22H1 大牧线下 (专业装备分销与大客户) 渠道收入约 1.68 亿，同增约 339%；其中 Q1 收入 0.45 亿同增 252.92%，Q2 收入约 1.23 亿同增约 381%。

跨次元合作破圈吸引年轻消费者，巩固品牌领先地位

牧高笛与手机、汽车、综艺、二次元等各行业流量合作，与现象级动漫 IP 摇曳露营跨次元联名合作破圈，多款联名装备在各平台发售引起粉丝追捧，吸引更多年轻露营消费者，巩固品牌领先地位。

首家线下门店推广精致露营融入大众生活，未来有望多地复制

首家线下露营生活馆开业，同时承载销售渠道和品牌推广功能，店内复刻精致露营场景，配合手作咖啡等体验，展示露营时尚文化，打造自在精致空间，推动精致露营融入大众生活。我们认为首店模式跑通后，未来有望在多地复制，传播露营文化与品牌文化，拓展销售渠道。

国家大力支持户外运动，带动露营周边产业发展

露营场地开阔，天然易搭配各项户外运动场景，露营+飞盘/滑板/水上运动等活动方兴未艾。国家体育总局大力支持飞盘运动，有望充分带动户外露营周边产业发展，持续享受政策红利及生活方式化需求演绎。

上调盈利预测，维持买入评级。从 21 年看 H2 品牌收入占全年品牌收入 60%，OEM 占其 33%；我们看好露营元素重新诠释周边产品，演绎对于优

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	88.3 元
目标价格	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)	5,888.73
流通 A 股市值(百万元)	5,888.73
每股净资产(元)	7.58
资产负债率(%)	63.71
一年内最高/最低(元)	107.97/21.76

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

- 《牧高笛-公司点评:618 首轮表现突出，露营消费有望持续超预期》2022-06-14
- 《牧高笛-公司点评:预计露营热度持续提升，装备市场大有可为，高光继续 Q2 可期》2022-05-18
- 《牧高笛-季报点评:乘户外露营高景气东风，品牌发力放大先发优势》2022-05-01

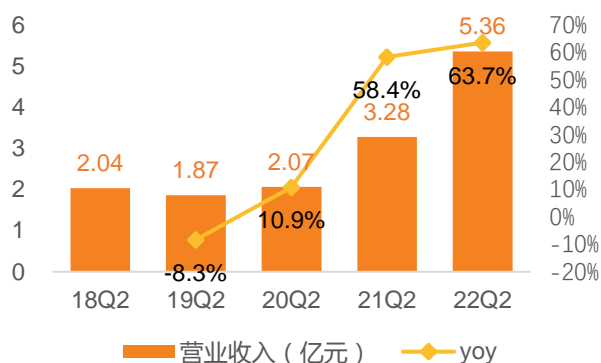
质生活的美好向往，放大帐篷以外周边装备销售规模，带动装备走进室内，扩大市场容量。我们预计公司 22-23 年归母净利分别为 1.8、2.4、3.1 亿元（原值分别为 1.5、2.3、3.4 亿元），对应 EPS 分别为 2.7、3.6、4.7 元/股（原值分别为 2.3、3.5、5.1 元/股），PE 分别为 33、25、19X。

风险提示：疫情反复影响终端需求与物流，户外行业增速放缓，海外需求波动，原材料价格波动风险等；业绩预告为初步核算结果，具体数据以半年报公告为准。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	642.74	923.26	1,784.02	2,325.11	2,997.31
增长率(%)	21.41	43.64	93.23	30.33	28.91
EBITDA(百万元)	112.63	155.23	253.74	344.64	441.29
净利润(百万元)	45.97	78.61	179.92	239.75	312.76
增长率(%)	12.72	70.99	128.87	33.25	30.45
EPS(元/股)	0.69	1.18	2.70	3.59	4.69
市盈率(P/E)	128.09	74.91	32.73	24.56	18.83
市净率(P/B)	13.39	12.57	12.69	13.87	15.49
市销率(P/S)	9.16	6.38	3.30	2.53	1.96
EV/EBITDA	11.64	16.97	24.12	17.95	15.14

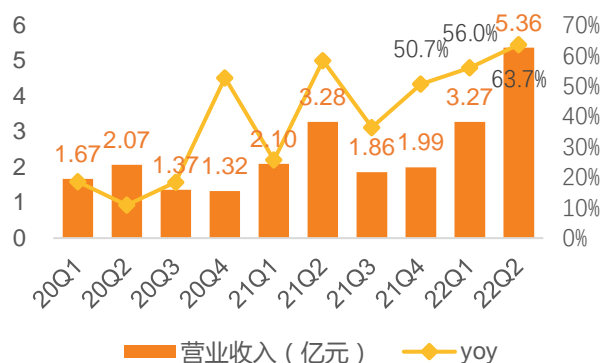
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：公司 18Q2-22Q2 营业收入（亿元）及 YOY



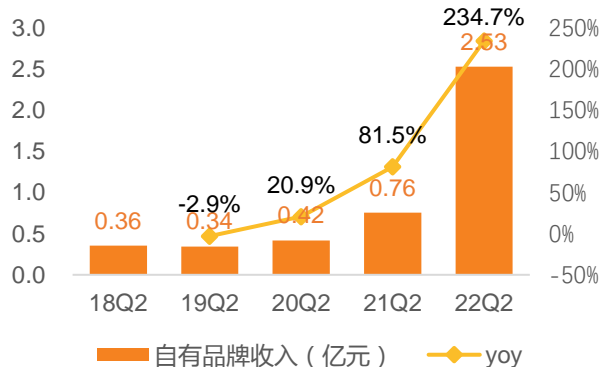
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司 20Q1-22Q2 营业收入（亿元）及 YOY



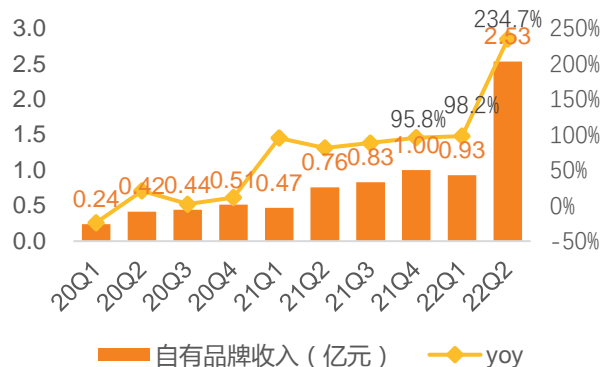
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司 18Q2-22Q2 品牌业务收入（亿元）及 YOY



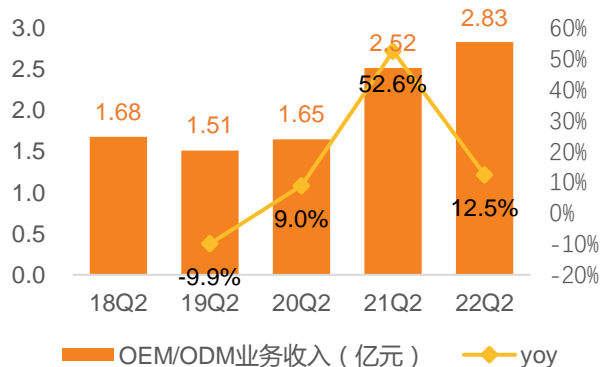
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 20Q1-22Q2 品牌业务收入（亿元）及 YOY



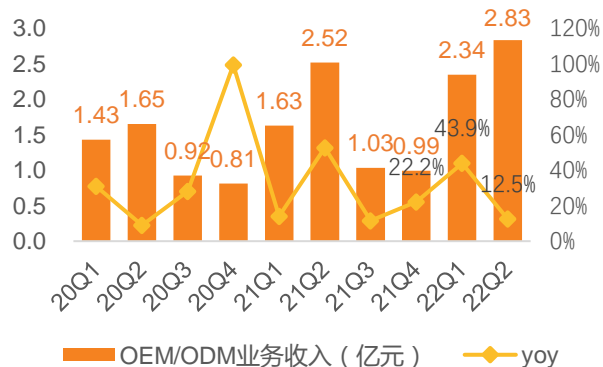
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 18Q2-22Q2 外销业务收入（亿元）及 YOY



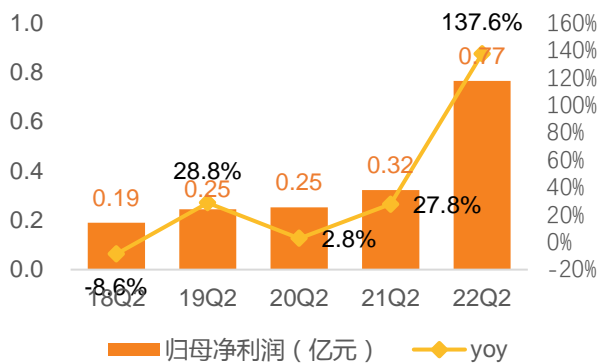
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司 20Q1-22Q2 外销业务收入（亿元）及 YOY



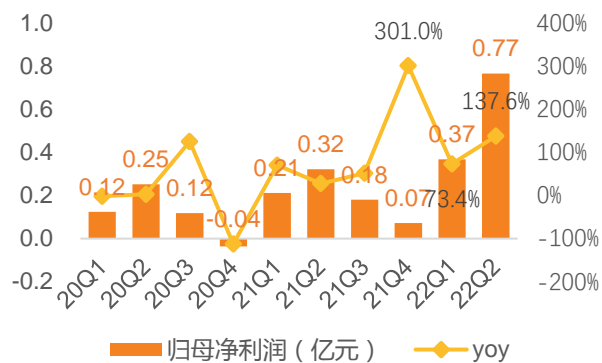
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司 18Q2-22Q2 归母净利润（亿元）及 YOY



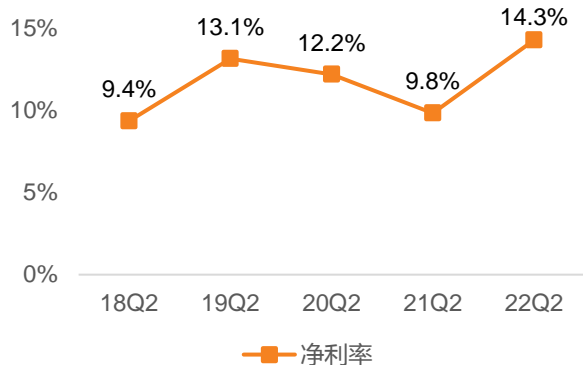
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司 20Q1-22Q2 归母净利润（亿元）及 YOY



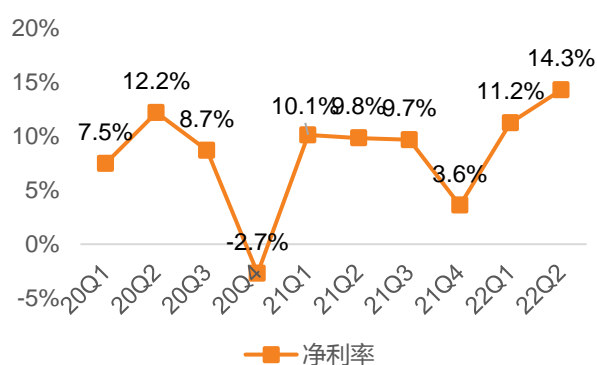
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 18Q2-22Q2 净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司 20Q1-22Q2 净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	239.51	170.95	142.72	186.01	239.78	营业收入	642.74	923.26	1,784.02	2,325.11	2,997.31
应收票据及应收账款	67.41	85.34	192.64	182.31	299.78	营业成本	478.90	693.98	1,296.09	1,685.71	2,170.95
预付账款	11.76	20.52	38.49	36.69	62.19	营业税金及附加	2.65	2.97	6.23	8.39	10.31
存货	300.75	531.02	1,095.41	969.88	1,692.14	销售费用	39.31	53.09	98.57	129.04	169.65
其他	298.24	269.37	273.77	277.11	316.10	管理费用	40.68	55.84	107.04	141.60	181.34
流动资产合计	917.67	1,077.20	1,743.04	1,651.99	2,609.99	研发费用	21.39	25.40	44.60	62.78	77.33
长期股权投资	0.00	9.86	9.86	9.86	9.86	财务费用	8.66	8.08	12.67	20.47	31.75
固定资产	33.12	38.93	55.75	92.64	128.56	资产/信用减值损失	(11.85)	(12.98)	(10.24)	(11.69)	(11.64)
在建工程	1.52	0.08	36.05	69.63	71.78	公允价值变动收益	8.20	1.69	(5.07)	14.48	17.04
无形资产	10.84	10.85	9.93	9.01	8.08	投资净收益	7.13	17.19	9.79	11.37	12.78
其他	12.90	49.49	23.18	26.58	31.92	其他	(11.16)	(15.30)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	58.38	109.21	134.76	207.71	250.20	营业利润	58.82	93.29	213.29	291.28	374.16
资产总计	976.05	1,186.41	1,877.80	1,859.70	2,860.19	营业外收入	0.56	1.48	1.31	1.12	1.30
短期借款	288.89	323.56	611.69	760.41	1,293.08	营业外支出	0.81	1.38	0.79	0.99	1.06
应付票据及应付账款	195.71	301.28	674.21	576.50	1,023.29	利润总额	58.57	93.39	213.81	291.40	374.41
其他	35.50	54.77	95.03	82.84	109.31	所得税	12.60	14.77	33.89	51.65	61.65
流动负债合计	520.10	679.60	1,380.92	1,419.76	2,425.68	净利润	45.97	78.61	179.92	239.75	312.76
长期借款	0.00	0.00	21.39	0.00	36.19	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	45.97	78.61	179.92	239.75	312.76
其他	6.38	27.80	11.61	15.26	18.22	每股收益(元)	0.69	1.18	2.70	3.59	4.69
非流动负债合计	6.38	27.80	33.01	15.26	54.41						
负债合计	536.11	717.87	1,413.93	1,435.02	2,480.09	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	66.69	66.69	66.69	66.69	66.69	营业收入	21.41%	43.64%	93.23%	30.33%	28.91%
资本公积	229.29	229.29	229.29	229.29	229.29	营业利润	11.35%	58.60%	128.63%	36.56%	28.45%
留存收益	143.96	172.56	167.90	128.70	84.13	归属于母公司净利润	12.72%	70.99%	128.87%	33.25%	30.45%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	439.94	468.54	463.87	424.68	380.10	毛利率	25.49%	24.83%	27.35%	27.50%	27.57%
负债和股东权益总计	976.05	1,186.41	1,877.80	1,859.70	2,860.19	净利率	7.15%	8.51%	10.09%	10.31%	10.43%
						ROE	10.45%	16.78%	38.79%	56.45%	82.28%
						ROIC	29.78%	42.84%	56.64%	36.91%	46.91%
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	45.97	78.61	179.92	239.75	312.76	资产负债率	54.93%	60.51%	75.30%	77.16%	86.71%
折旧摊销	6.89	7.70	8.13	10.46	12.85	净负债率	11.22%	34.27%	106.28%	136.09%	287.87%
财务费用	10.75	13.20	12.67	20.47	31.75	流动比率	1.73	1.56	1.26	1.16	1.08
投资损失	(7.13)	(17.19)	(9.79)	(11.37)	(12.78)	速动比率	1.16	0.79	0.47	0.48	0.38
营运资金变动	(46.05)	(166.41)	(281.25)	38.47	(417.53)	营运能力					
其它	7.32	28.82	(5.07)	14.48	17.04	应收账款周转率	12.31	12.09	12.84	12.40	12.43
经营活动现金流	17.75	(55.27)	(95.39)	312.25	(55.91)	存货周转率	2.20	2.22	2.19	2.25	2.25
资本支出	1.66	(0.70)	76.18	76.35	47.04	总资产周转率	0.79	0.85	1.16	1.24	1.27
长期投资	0.00	9.86	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(92.57)	15.99	(115.98)	(174.13)	(118.30)	每股收益	0.69	1.18	2.70	3.59	4.69
投资活动现金流	(90.91)	25.14	(39.79)	(97.77)	(71.26)	每股经营现金流	0.27	-0.83	-1.43	4.68	-0.84
债权融资	280.22	34.56	291.55	107.75	538.29	每股净资产	6.60	7.03	6.96	6.37	5.70
股权融资	(50.02)	(60.02)	(184.59)	(278.94)	(357.34)	估值比率					
其他	3.94	(11.96)	0.00	0.00	0.00	市盈率	128.09	74.91	32.73	24.56	18.83
筹资活动现金流	234.14	(37.42)	106.96	(171.19)	180.95	市净率	13.39	12.57	12.69	13.87	15.49
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.64	16.97	24.12	17.95	15.14
现金净增加额	160.98	(67.54)	(28.22)	43.29	53.78	EV/EBIT	12.27	17.71	24.92	18.51	15.59

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 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