

牧高笛 (603908)

22H1 业绩预告点评：露营需求持续火热， 22H1 业绩增长再提速 买入（上调）

2022 年 07 月 16 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

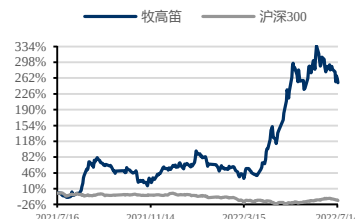
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	923	1,550	2,093	2,717
同比	44%	68%	35%	30%
归属母公司净利润（百万元）	79	179	240	310
同比	71%	127%	34%	29%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.18	2.68	3.60	4.65
P/E（现价&最新股本摊薄）	72.96	32.11	23.87	18.50

投资要点

- **公司公布 2022 年半年度业绩预增公告：**预计 22H1 公司主营业务收入约 8.64 亿元/yoy+60.77%，其中外销收入约 5.18 亿元/yoy+24.81%、内销品牌业务（大牧+小牧）约 3.46 亿元/yoy+182.46%。预计 22H1 归母净利润约 1.13 亿元/yoy+112.12%，扣非归母净利润约 1.11 亿元/yoy+138.65%。净利端增速高于收入端主因品牌业务收入大增、促进综合毛利率提升（21 年内销/外销毛利率分别为 33.94%/20.42%）。
- **大牧表现持续向好，高基数下同比增长近三倍。**22H1 大牧收入约 3.14 亿元/yoy+279.34%，在 21H1 同比+173.66%、21H2 同比+145.98%的快速增长基础上进一步提速。其中 22Q1/Q2 大牧收入分别约 7442 万元/2.4 亿元、分别同比+184%/323%，充分体现国内露营行业方兴未艾，露营渗透率提升、行业竞争格局优化将持续给大牧业务带来较大发展机遇。大牧分渠道看，22H1 线上收入 1.47 亿元/yoy+248.21%、分销及大客户收入 1.68 亿元/yoy+338.45%。由于大牧销售旺季在下半年（大牧 21H2 收入占 21 全年比重约 62%），因此我们预计下半年大牧收入体量环比有望进一步提升，全年大牧收入有望实现翻两番以上增长。
- **小牧短期表现不佳，长远看有望迎来户外服装需求释放。**因小牧主营高性能户外出行服饰，对露营热潮的受益程度不如帐篷装备等产品直接，同时小牧主要通过线下门店销售、Q2 受疫情影响较大，因此 22H1 收入有所下滑。22H1 小牧收入 3174 万元/yoy-19.98%，其中 Q1/Q2 分别同比-10.6%/-30.2%，Q2 下滑幅度较 Q1 加大。当前小牧推出更加年轻化的山系服装品牌 Mobi Villa，旨在发力线上渠道。露营装备持续热销有望催生户外服装需求，小牧品牌未来有望受益、打开增长空间。
- **外销业务增长稳健，全年有望维持 25%+增长。**22H1 外销业务收入 5.18 亿元/yoy+24.81%，其中 22Q1/Q2 分别同比+43.98%/+12.42%，Q2 同比增幅有所回落，一定程度上受到国内疫情及海运船期影响、同时内销火爆对供应链提出了更高要求。外销业务具有一定季节性，公司多数外销客户位于北半球，交货季主要为每年上半年，因此上半年为外销旺季、下半年外销收入通常环比回落。考虑到当前外销需求仍然较为旺盛，我们认为全年外销收入有望保持同比 25%以上增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内露营装备龙头，20 年疫情后全球户外露营需求增加、尤其 21 年国内露营市场火爆，带动公司业绩增长明显提速。22H1 受益于国内露营热潮持续，内销品牌业务在高基数下实现近两倍同比增长，并带动公司整体毛利率上升，促进业绩端大幅增长。我们认为在国内露营行业方兴未艾、行业竞争格局有望持续优化背景下，下半年公司靓丽业绩表现有望延续。我们将 2022-24 年公司归母净利润分别从 1.27/1.76/2.26 亿元上调至 1.79/2.40/3.10 亿元，分别同比增长 127%/34%/29%，EPS 分别为 2.68/3.60/4.65 元/股，对应 PE 分别为 32/24/19X，上调为“买入”评级。
- **风险提示：**国内疫情反复、市场竞争加剧、大股东减持等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	86.00
一年最低/最高价	22.30/106.54
市净率(倍)	11.35
流通 A 股市值(百万元)	5,735.34
总市值(百万元)	5,735.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.58
资产负债率(%LF)	63.71
总股本(百万股)	66.69
流通 A 股(百万股)	66.69

相关研究

《露营行业深度报告：消费升级与疫情催化，双轮驱动露营风起》

2022-05-25

牧高笛三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,077	1,544	1,739	2,457	营业总收入	923	1,550	2,093	2,717
货币资金及交易性金融资产	415	261	424	418	营业成本(含金融类)	694	1,116	1,492	1,932
经营性应收款项	106	232	230	371	税金及附加	3	5	6	8
存货	531	1,018	1,054	1,629	销售费用	53	82	111	144
合同资产	0	0	0	0	管理费用	56	78	115	163
其他流动资产	25	32	31	39	研发费用	25	39	61	81
非流动资产	109	148	186	223	财务费用	8	11	14	11
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	3	5	7	9
固定资产及使用权资产	72	111	149	186	投资净收益	17	8	9	11
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	11	11	11	11	减值损失	-13	-10	-10	-10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	93	223	300	387
其他非流动资产	14	14	14	14	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,186	1,692	1,925	2,680	利润总额	93	223	300	387
流动负债	690	1,077	1,070	1,514	减:所得税	15	45	60	77
短期借款及一年内到期的非流动负债	332	332	332	332	净利润	79	179	240	310
经营性应付款项	301	659	625	1,038	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10	17	22	29	归属母公司净利润	79	179	240	310
其他流动负债	47	69	91	116	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.18	2.68	3.60	4.65
非流动负债	28	28	28	28	EBIT	82	237	315	398
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	99	258	337	421
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.83	28.03	28.72	28.89
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	8.51	11.52	11.48	11.41
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	43.64	67.90	35.01	29.81
负债合计	718	1,105	1,098	1,542	归母净利润增长率(%)	70.99	127.23	34.48	29.04
归属母公司股东权益	469	587	827	1,137					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	469	587	827	1,137					
负债和股东权益	1,186	1,692	1,925	2,680					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-55	-17	238	67	每股净资产(元)	7.03	8.80	12.41	17.05
投资活动现金流	25	-62	-61	-59	最新发行在外股份 (百万股)	67	67	67	67
筹资活动现金流	-37	-75	-15	-15	ROIC(%)	8.91	21.45	23.73	23.78
现金净增加额	-69	-154	163	-7	ROE-摊薄(%)	16.78	30.42	29.04	27.26
折旧和摊销	17	21	22	23	资产负债率(%)	60.51	65.29	57.02	57.55
资本开支	-13	-70	-70	-70	P/E (现价&最新股本摊薄)	72.96	32.11	23.87	18.50
营运资本变动	-161	-234	-39	-280	P/B (现价)	12.24	9.77	6.93	5.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

