

牧高笛 (603908.SH)

精致露营乘风而起, “移动花园” 精准卡位

——牧高笛深度报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ 联系人: 詹陆雨、邹国强、王长龙
✉️ 邮箱: mali@stocke.com.cn

报告导读

疫情后周期, 露营成为难得的高景气赛道。我国露营行业起步较晚, 目前尚未有出现充分占领消费者心智的品牌, 行业充满机遇。牧高笛在扎实的制造基础上, 把握“精致露营”的发展趋势, 持续提升产品品质及调性, 是兼具行业β及自身α的优质标的。

投资要点

国内露营装备龙头, 品牌业务高速增长

牧高笛成立于2003年, 同时经营OEM/ODM及自主品牌业务: OEM/ODM方面, 主要为迪卡侬、GO Outdoors等户外运动品牌及Kmart、Home Retail等零售商提供露营帐篷的研发设计及生产; 自主品牌分为主打专业露营装备的大牧及主打泛户外鞋服的小牧。

22H1实现收入/归母净利8.6/1.1亿元, 同增61%/112%。2011-2019年公司收入从3.2亿元增长至5.3亿元, CAGR为6.4%; 2020年后疫情带动户外露营参与人次及频次增长, 步入加速成长期, OEM/ODM收入保持25%以上增速, 自主品牌收入2021/22H1分别爆发式增长90%/182%。

露营行业: 量价齐升趋势显著, 看好本土品牌

国内露营较欧美起步晚, 疫情之下快速出圈。目前美国露营参与率已达19%, 市场规模超300亿美元, 而我国户外运动从2003年非典后才开始向大众化发展。2020年后, 露营行业成为疫情下难得的高景气赛道, 其中“精致露营”的兴起在本轮热潮中发挥了重要推动作用。

露营大发展要素已具, 有望步入黄金十年。由疫情助推的井喷式增长或难以为继, 但长期来看, 中国人均GDP、城镇化率、汽车保有量等指标均显示露营在我国已具备从“小众爱好”向“大众化生活方式”转变的基本要素, 有望迎来“新十年”。

市场格局高度分散, 本土品牌充满机遇。目前国内市场的户外品牌有900-1000个, 但海外品牌进入中国市场较晚, 尚未占领消费者心智; 本土品牌在性价比、供应链还是电商平台运营能力上更具优势, 若能抓住行业机遇, 有望走出若干个行业巨头。

OEM/ODM: 供需两侧稳健, 可见度高

绑定优质零售和品牌商, 迪卡侬占比过半。2021年前五大客户销售额占外销业务比重达78%, 其中第一大客户迪卡侬3.16亿元, 占外销业务比重51%; 其他核心客户均为全球优质的零售商或品牌商。

全球化、轻资产生产布局, 供应链灵活稳健。公司早在2012年即开始布局东南亚产能, 目前孟加拉/越南产能占比约40%; 公司的国内产能则主要位于浙江衢州。此外, 公司还保持15%左右的外协产能。柔性供应链使公司在疫情之下能够灵活调配产能快速响应市场需求, 增强了客户粘性。

评级

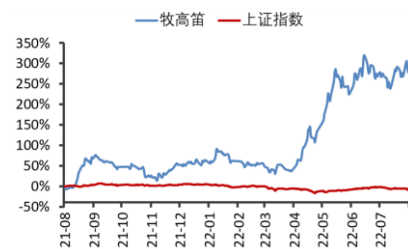
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥96.16

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2022	0.55
4Q/2021	0.11
3Q/2021	0.27
2Q/2021	0.48



公司简介

公司同时经营OEM/ODM业务与自主品牌业务, 为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务, 同时在国内销售帐篷、睡袋、自充垫等户外装备, 以及冲锋衣、羽绒服、登山鞋、运动背包等户外服装、鞋及配饰。

相关报告

报告撰写人: 马莉
联系人: 詹陆雨、邹国强、王长龙

□ 自主品牌：量增价升有活力，想象空间广阔

疫情下大牧爆发式增长，下半年同样可期。大牧品牌 2021 年收入 2.20 亿元 (+156%)，2022 年在疫情反复的催化下，单 Q2 线上/分销渠道分别增长 307%/340%。由于双十一拉动及秋冬款产品单价较高，自主品牌销售从 Q1 至 Q4 逐季走旺，下半年自主品牌业绩值得期待。

公司持续提升产品力与品牌力，打造自身阿尔法：1) 产品力：成功抓住“精致露营”趋势，2020/2021 年分别推出“纪元”、“揽盛”系列帐篷，上市后始终占据销量前列；同时开发睡眠、厨房、收纳、客厅系列的产品矩阵，提升连带率和客单价。2) 品牌力：与 Line Friends、摇曳露营、电小二、小红书等品牌/IP 联名推出系列产品，还与汽车品牌、综艺等跨界合作，增强在目标客群中的品牌曝光度。

□ 盈利预测及估值

公司作为国内露营帐篷装备的代工龙头以及头部品牌商，充分受益于露营热潮的红利，同时公司持续提升产品力和品牌调性，抢占国内消费者心智，有望持续高速增长。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 1.80/2.66/3.64 亿元，同比增长 129%/48%/37%，对应 PE 为 36/24/18 倍，给予“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情反复程度超过预期，露营行业增长不及预期，市场竞争加剧风险

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	923.3	1567.2	2141.2	2863.0
(+/-)	43.6%	69.7%	36.6%	33.7%
归母净利润	78.6	180.0	266.4	364.3
(+/-)	71.0%	128.9%	48.0%	36.8%
每股收益 (元)	1.18	2.70	3.99	5.46
P/E	81.6	35.6	24.1	17.6

正文目录

1. 国内露营装备龙头，品牌业务高速增长	6
1.1. 卡位露营赛道，代工及品牌业务并行	6
1.2. 董事及高管从业经验丰富，股权激励充分	7
1.3. 国内品牌业务高增长，利润率快速上行	8
2. 露营行业：量价齐升趋势显著，看好本土品牌	11
2.1. 国内露营较欧美起步晚，疫情之下快速出圈	11
2.2. 精致露营成新趋势，营地提供平价解决方案	13
2.3. 露营大发展要素已具，有望步入黄金十年	15
2.4. 市场格局高度分散，本土品牌充满机遇	17
3. OEM/ODM：供需两侧稳健，可见度高	20
3.1. 深耕欧洲市场，上半年为出货旺季	20
3.2. 绑定优质零售和品牌商，迪卡侬占比过半	21
3.3. 全球化、轻资产生产布局，供应链灵活稳健	22
4. 自主品牌：量增价升有活力，想象空间广阔	23
4.1. 疫情下大牧爆发式增长，下半年同样可期	23
4.2. 产品力与品牌力齐驱，打造自身阿尔法	25
4.2.1. 把握精致露营趋势，产品深度与宽度持续提升	25
4.2.2. 跨领域多元合作，塑造时尚的品牌调性	26
5. 盈利预测及估值	28
5.1. 盈利预测	28
5.2. 估值及投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 牧高笛公司发展大事记	6
图 2: 牧高笛业务模式	6
图 3: 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月 2 日)	7
图 4: 公司营业收入及净利润复盘	8
图 5: 公司分业务收入情况	9
图 6: 公司分产品收入情况	9
图 7: 公司整体利润率	10
图 8: 公司期间费用率	10
图 9: OEM/ODM 业务利润率	10
图 10: 自主品牌业务利润率	10
图 11: 公司资产结构	10

图 12: 公司存货情况	10
图 13: 美国户外运动参与情况	11
图 14: 美国露营参与情况	11
图 15: 美国各类户外运动市场规模	11
图 16: 中国户外用品零售总额	12
图 17: 中国露营行业热度指数 (截止 2022/5/10)	13
图 18: 中国露营相关企业数量 (截至 2022/7/28)	13
图 19: 中国露营经济核心市场规模	13
图 20: 中国露营地市场规模	13
图 21: “精致露营”场景及常见装备	14
图 22: 2021 年中国露营消费者选择的露营器械种类	14
图 23: 露营印象词	14
图 24: 2021 年中国露营消费者购买露营器械金额	15
图 25: 2021 年露营消费者城市水平分布	15
图 26: 中、美、日人均 GDP 变化 (单位: 美元)	15
图 27: 中、美、日城镇化率变化 (单位: %)	15
图 28: 中、美、日人均汽车保有量 (辆/千人)	16
图 29: 中国户外用品品牌数量	17
图 30: 中国户外用品品牌出货金额占比	17
图 31: 公司 OEM/ODM 业务露营帐篷产品 (按功能划分)	20
图 32: 公司 OEM/ODM 业务收入	20
图 33: 公司 OEM/ODM 销售地区分布	20
图 34: 公司 OEM/ODM 单季度收入	21
图 35: 公司前五大外销客户销售额及占比	21
图 36: 迪卡侬销售金额及占比	21
图 37: 公司自主品牌矩阵	23
图 38: 公司自主品牌单季度收入	24
图 39: 牧高笛“冷山”系列帐篷	25
图 40: 牧高笛“纪元”系列帐篷	25
图 41: 牧高笛“揽盛”系列帐篷	25
图 42: 牧高笛精致露营周边品类	26
图 43: 牧高笛联名系列	26
图 44: 牧高笛跨界合作	27
图 45: 牧高笛全国首家露营生活馆	27
图 46: 牧高笛全国首家露营生活馆	27
表 1: 牧高笛董事及高管团队	7
表 2: 2021 年以来各平台关于露营热度的数据	12
表 3: 近年来户外运动相关政策	16
表 4: 国内外知名露营装备品牌	17
表 5: 国内头部露营帐篷代工出口企业	19
表 6: 公司 OEM/ODM 业务核心客户情况	21
表 7: 公司生产基地建设情况	22
表 8: 公司帐篷产销情况 (包含代工及自主品牌)	22

表 9: 公司自主品牌收入按渠道拆分	24
表 10: 牧高笛分业务盈利预测	28
表 11: 可比公司估值	29
表附录: 三大报表预测值	31

1. 国内露营装备龙头，品牌业务高速增长

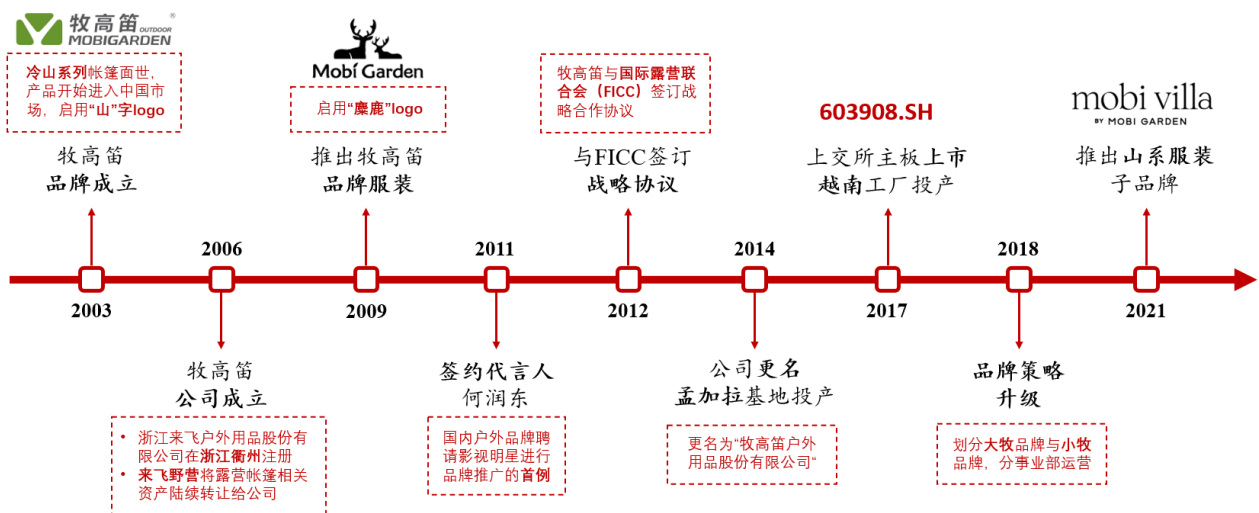
1.1. 卡位露营赛道，代工及品牌业务并行

牧高笛成立于 2003 年，同时经营 OEM/ODM 及自主品牌两大业务，研发设计、生产制造及销售露营帐篷、户外服饰及其他户外用品。

1) **OEM/ODM 业务**: 公司主要生产露营帐篷，产品全部销往海外，客户包括迪卡侬、GO Outdoors、Kathmandu 等户外运动品牌及 Kmart、Home Retail Group 等零售商。公司在浙江衢州、越南、孟加拉国布局帐篷工厂，国外产能占比约 40%。2021 年 OEM/ODM 业务收入为 6.2 亿元，占总收入的 2/3 左右。

2) **自主品牌业务**: 公司 2003 年推出自主品牌“牧高笛”(MobiGarden，寓意“自然界移动的花园”)，以冷山系列帐篷打开中国市场；2009 年公司推出同名品牌服装，并在主板上市后次年 2018 年将帐篷和鞋服划分为大牧和小牧品牌，分事业部运营。其中大牧主要以线上直营和分销商渠道销售，小牧则全部为线下的直营店和加盟店。2021 年自主品牌业务收入为 3.1 亿元，占比约 1/3。

图 1：牧高笛公司发展大事记



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：牧高笛业务模式

	产品	市场	渠道/客户	体量 (2021)	毛利率
OEM/ODM	帐篷 装备配件	海外	迪卡侬 Go outdoors Home Retail Group	收入 6.15 亿元 占比 67%	20%~31%
自主品牌	大牧 帐篷 装备	国内	线上直营 团购及分销	收入 2.20 亿元 占比 24%	25%~39%
	小牧 服装 鞋子		直营店 加盟店	收入 0.86 亿元 占比 9%	

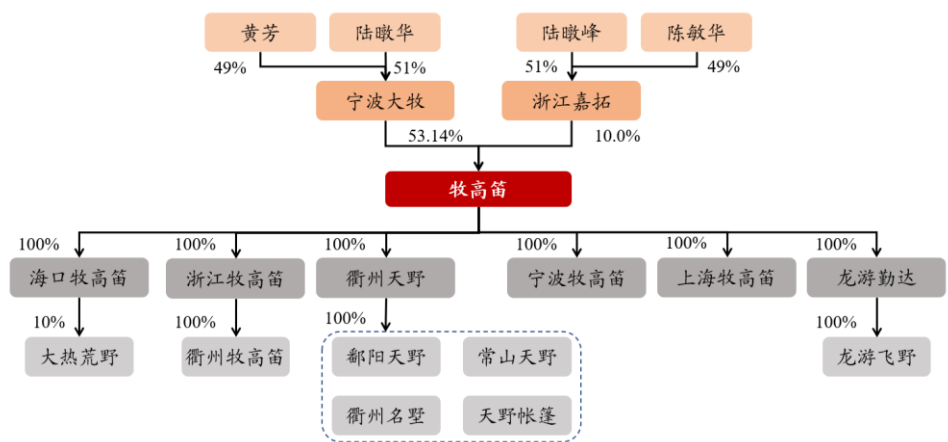
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 董事及高管从业经验丰富，股权激励充分

董事长兼总经理陆瞰华及其弟弟为公司实控人，控股 63%。宁波大牧与浙江嘉拓为公司前两大股东，分别持股 53.14%/10.0%，合计持股 63.14%。两公司控股股东陆瞰华、陆瞰峰为兄弟关系，并签署了《一致行动协议》，同为公司实际控制人。2022 年 4 月 30 日公司发布减持计划公告：宁波大牧及浙江嘉拓计划分别减持 3%/1.63% 股份。截至 6 月 2 日，浙江嘉拓减持计划已实施完毕，股份由 11.63% 减至 10.0%；宁波大牧尚未实施，预计于 2023 年 1 月 5 日前完成减持。

控股子公司中，浙江牧高笛负责公司自主品牌的全面营运，衢州天野主要负责帐篷的研发设计及生产销售，海口牧高笛系公司于 2021 年 5 月设立，持有露营地“大热荒野”10% 股权。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 6 月 2 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司董事及高管层从业经验丰富，职权划分明确。公司高管层均具有丰富的露营行业相关经验，其中多位高管自公司前身来飞野营，见证公司布局海外产能、品牌策略升级的发展历史，徐静、周艳、马其刚分别担任公司外销业务、内销产品及制造总监，业务分工明确。除陆瞰华、陆瞰峰为公司实控人之外，核心高管均持有公司股份，对团队激励及稳定性均具有较大意义。

表 1：牧高笛董事及高管团队

姓名	职位	出生	简介
陆瞰华	董事长 总经理	1971	EMBA，近 5 年一直担任公司董事长、总经理，还担任子公司浙江牧高笛、宁波牧高笛、上海牧高笛执行董事，海口牧高笛投资、宁波大榭开发区牧高笛贸易执行董事兼总经理等职务。
陆瞰峰	董事	1972	EMBA，曾任公司副董事长、副总经理，因负责公司控股股东浙江嘉拓的经营管理需要，于 2022 年 4 月从本公司辞职，仍担任公司董事、董事会战略投资委员会委员。
杜素珍	董事 财务总监	1974	本科，现任本公司董事、财务总监、浙江牧高笛监事、衢州牧高笛监事、常山天野执行董事；曾任来飞股份董事、财务经理等。
徐静	董事 外销业务总监	1978	硕士，近 5 年一直担任公司董事、外销业务总监；曾任来飞野营业务经理。
周艳	董事 内销产品总监	1980	本科，现任公司董事、内销产品总监、宁波牧高笛监事；历任宁波博洋服饰服装设计师，宁波丽缘进出口家纺设计师。
马其刚	制造总监	1969	现任公司制造总监、衢州天野执行董事、孟加拉天野董事、衢州名墅执行董事、经理、龙游勤达经理。

罗杰

董事

1966

硕士，现任中国体育用品业联合会副主席兼秘书长、全国体育用品标准化技术委员会主任委员、江苏康力源体育独立董事、浙江力玄运动独立董事；曾任北京体育科学研究所、国家体委体育装备处干部。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

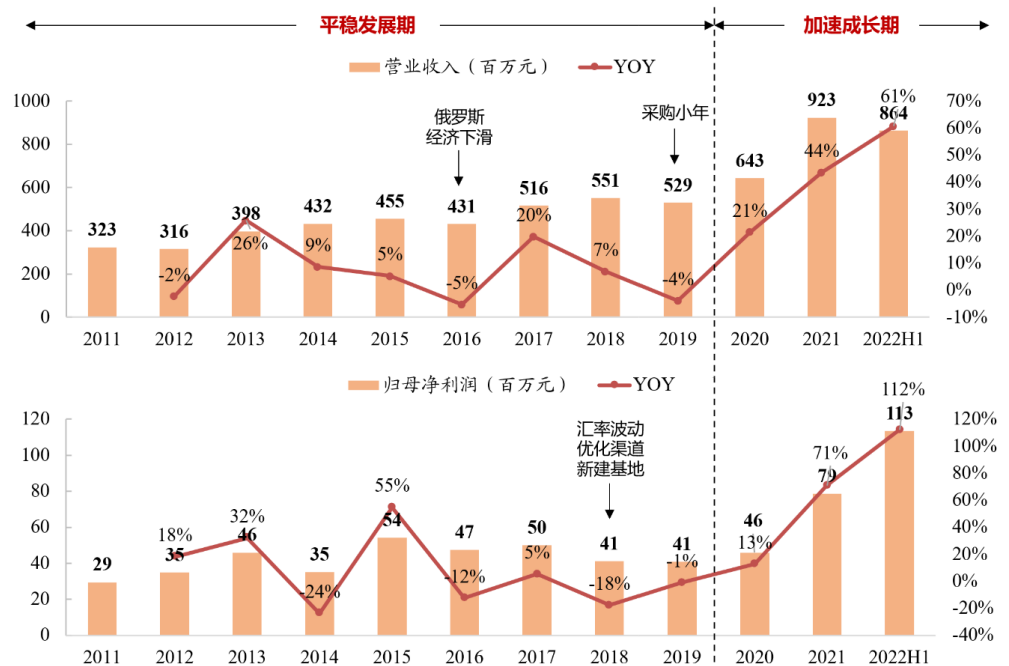
1.3. 国内品牌业务高增长，利润率快速上行

复盘公司近 12 年业绩，2020 年疫情前后呈现明显不同的成长性：

2020 年之前：OEM/ODM 平稳发展，自主品牌陷入瓶颈。2011-2019 年公司收入从 3.2 亿元增长至 5.3 亿元，CAGR 为 6.4%，其中除了 2013/2017 年由于低基数而实现 20% 以上收入增长外，其余年份均为个位数增长或个位数下滑。分业务来看，该阶段自主品牌业务收入基本无增长（因此占比从 39% 下滑至 29%），公司收入表现主要受 OEM/ODM 业务影响——例如 2016 年收入下滑主要是由于俄罗斯经济下滑导致俄罗斯客户订单减少，2019 年收入下滑主要是由于海外市场具有周期性，当年客户采购进入小年。该阶段由于公司新建基地、开拓渠道、加大宣传研发及受到汇率等影响，利润率未呈现明显的成长性。

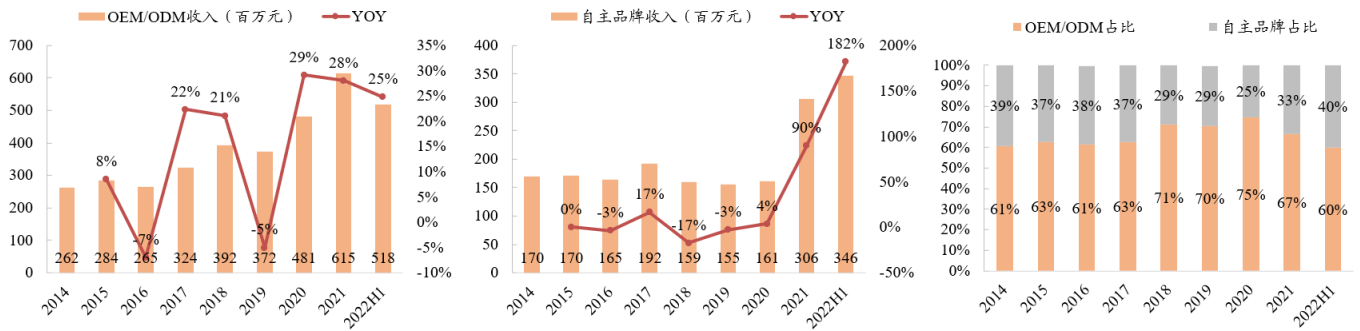
2020 年后：疫情催化下加速成长，内销弹性显著大于外销。疫情带动户外露营参与人次及频次增长，公司亦步入加速成长期，其中 OEM/ODM 收入增速始终保持在 25% 以上，而自主品牌收入 2021/22H1 分别爆发式增长 90%/182%（占比再次回到 40%）。由于内销毛利率高于外销，且内销利润率明显改善，公司利润端增长高于收入端，22H1 公司实现收入/归母净利润 8.6/1.1 亿元，同比增长 61%/112%。

图 4：公司营业收入及净利润复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

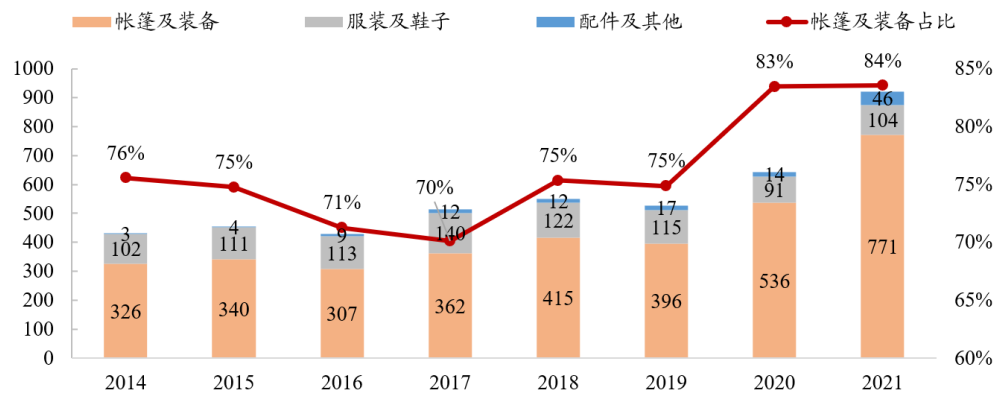
图 5：公司分业务收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

分产品来看，帐篷及装备为核心增量，收入占比提升至 84%。由于户外鞋服行业竞争更为激烈，且全部为线下门店的渠道结构受疫情影响较大，因此并未在 2020 年后加速成长，而公司核心增量都来自帐篷及装备，2021 年帐篷及装备收入占比达到 84%。

图 6：公司分产品收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

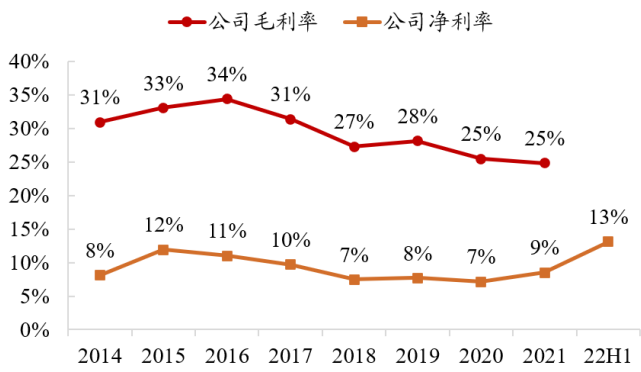
品牌业务毛利率显著高于代工业务，净利率快速上行。

1) OEM/ODM 业务：毛利率整体在 20%-30%，净利率在 10%-14%之间，16-19 年下滑主要是受汇率（2018）、原材料价格波动（主要为涤纶）以及新产能投产初期效率不高等影响；20 年后下滑则是由于会计准则调整将运费列入营业成本。

2) 自主品牌业务：毛利率高于代工业务，在 30%-40%之间，但费用率远高于代工业务，尤其是 16-19 年由于线下直营店及电商平台建设、品牌宣传投入加大等原因，净利率下滑较大甚至出现亏损。2021 年后随着营收规模提升及高毛利产品占比提升，自主品牌净利率快速提升（根据我们估算，22H1 预计提升至 17%以上），带动 22H1 公司整体净利率迅速上行至 13%。

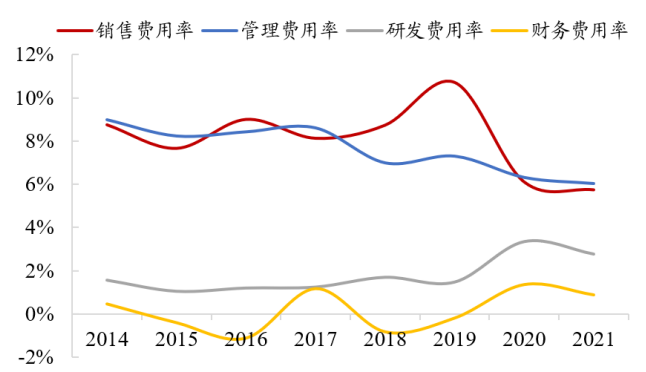
*注：品牌业务净利率数据按照负责自主品牌运营的子公司“浙江牧高笛”披露数据计算得到，OEM/ODM 业务净利润由“公司总体净利润-品牌业务净利润”估算得到。

图 7：公司整体利润率



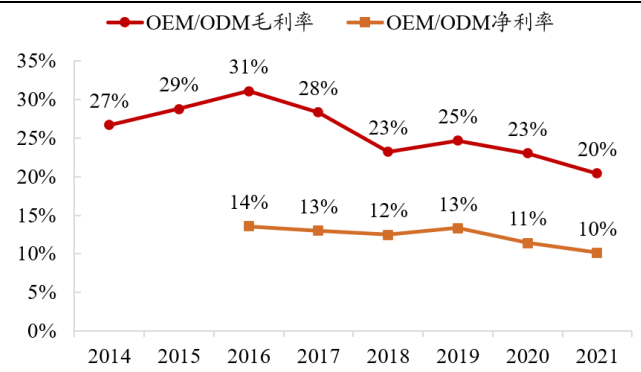
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：公司期间费用率



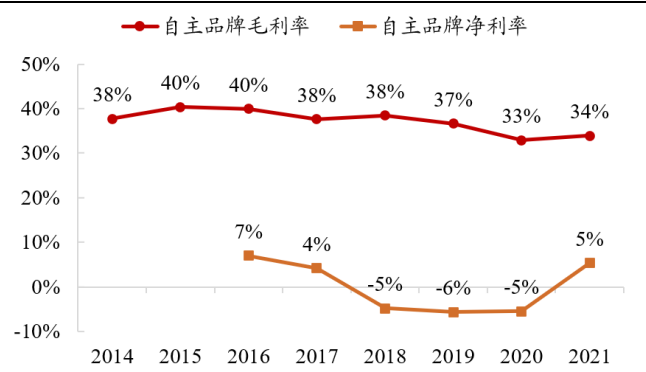
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：OEM/ODM 业务利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

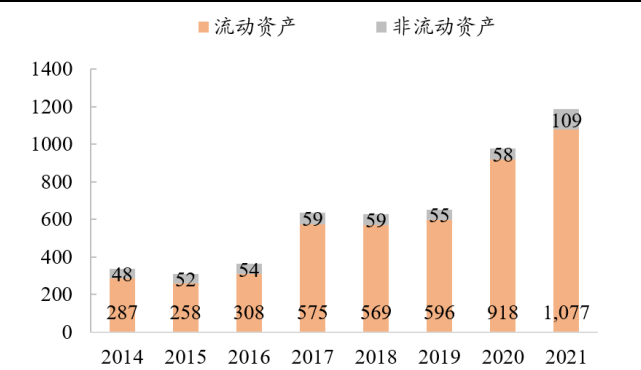
图 10：自主品牌业务利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

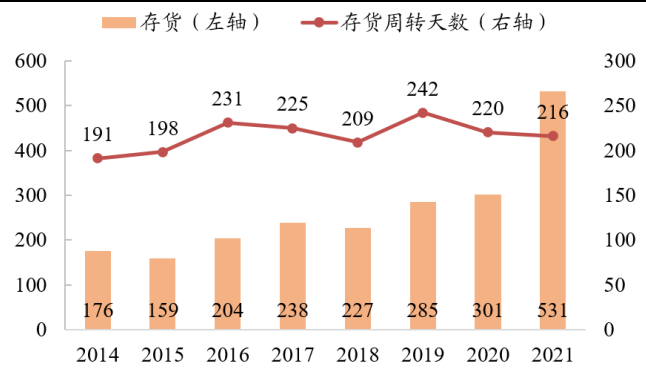
非流动资产规模较小，库存周转情况健康。不同于传统的制造型企业，公司非流动资产规模较小，2021 年底时仅 1.1 亿元，占总资产的 9.2%，其中固定资产仅 3893 万元，原因包括：**1) 生产方面**，公司除帐篷产品自主生产外，其余的鞋服装备均为外包生产，并且帐篷的生产工艺相对简单，厂房亦多为租赁，因此公司在生产设备、房屋建筑方面的投资金额较低；**2) 销售方面**，公司自主品牌业务主要通过经销商、专业户外店及线上进行销售，而线下直营店仅 30 家，门店的固定资产投入亦较低。公司自 14 年起积极关注存货库龄情况，尽管存货规模随业务扩张逐年提升，尤其是 21 年增长 77% 至 5.3 亿元，但公司存货周转天数相比 19 年改善明显。

图 11：公司资产结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：公司存货情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

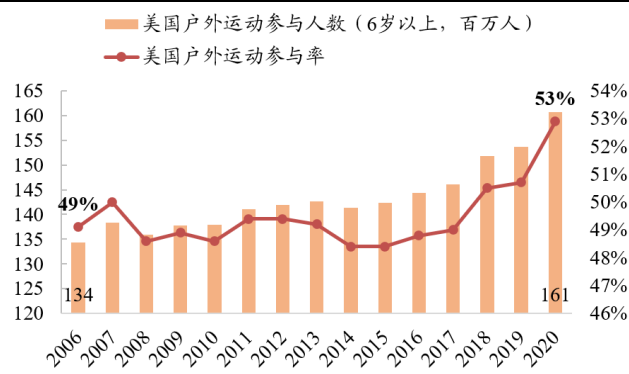
2. 露营行业：量价齐升趋势显著，看好本土品牌

2.1. 国内露营较欧美起步晚，疫情之下快速出圈

露营起源于英美，迄今已有一百多年历史，目前美国露营参与率预计已达 19%，市场规模超 300 亿美元。露营最早可追溯至殖民地时期和西进运动时期，当时的拓荒者以露营作为野外生存的方式，19 世纪初期多以探险和科学考察的形式存在，19 世纪中后期逐渐演变为一种户外休闲娱乐项目，20 世纪初期开始出现露营组织，二战后的经济复苏促进露营成为更多人娱乐休闲和提升生活品质的方式，露营产业迎来一轮热潮。

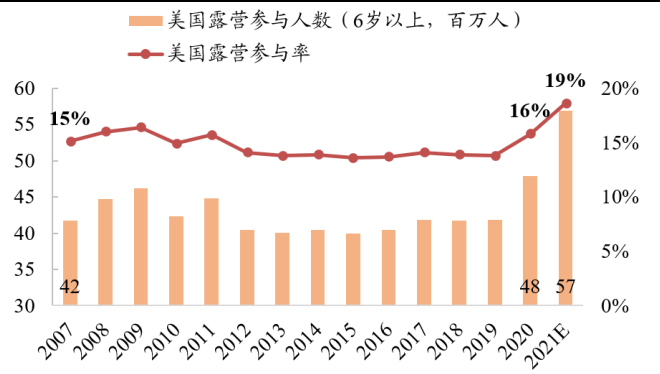
经过一百多年的发展，目前美国露营产业已进入成熟发展阶段，根据 Outdoor Foundation 数据，2012-2019 年美国露营参与率始终维持在接近 14% 的水平，疫情后该数值突破瓶颈，预计 2020/2021 年分别提升至 15.8%/18.6%，参与人数预计达到 5690 万人。根据美国户外行业协会数据，露营是美国户外运动中市场规模最大的子板块，预计达到 313 亿美元。

图 13：美国户外运动参与情况



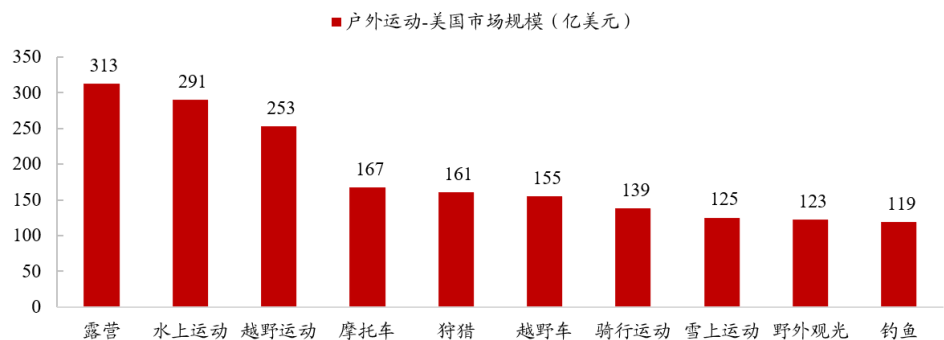
资料来源：Outdoor Foundation, 浙商证券研究所

图 14：美国露营参与情况



资料来源：Outdoor Foundation, 浙商证券研究所

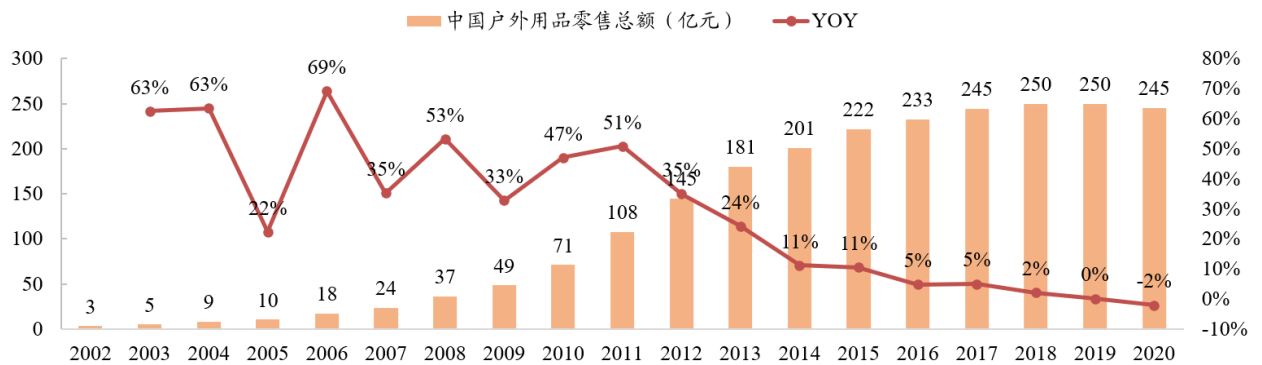
图 15：美国各类户外运动市场规模



资料来源：美国户外行业协会 (OIA), 浙商证券研究所

我国户外运动大众化仅十多年，经历初期的井喷式增长后，2013 年后进入瓶颈期。户外运动于上世纪 90 年代在我国北上广等地开始萌芽，但早期玩家仅限于小众的、专业的群体，其真正走向大众是从本世纪初开始的。2003 年非典之后，户外运动品牌、俱乐部、各类赛事纷纷涌现，2008 年北京奥运会进一步激发大众参与户外运动的热情，因此 2003-2013 年亦被称为“中国户外用品行业的黄金十年”，市场规模从 5 亿元井喷式增长至接近 200 亿元。但高速增长过后，户外用品行业亦面临和服装行业相同的库存压力、品类调整和消费者变化，叠加经济结构调整及零售业低迷等原因，我国户外用品零售总额增速持续放缓，进入增长瓶颈期。

图 16: 中国户外用品零售总额



资料来源: COCA, 浙商证券研究所

露营作为跨省游、出国游的最佳替代方案, 2020 年以来零售表现频繁出圈, 成为疫情下难得的高景气赛道。疫情期间跨省市、跨境旅游受限, 城市休闲娱乐业态关停, 因此短途化、聚集性低的露营成为人们出游、社交的替代选择。携程、马蜂窝、小红书、天猫等平台的搜索量、内容发布量或销量均实现亮眼的增长, 2020 年也因此被称作我国的“露营元年”。2022 年在北京冬奥会的提振以及多个一二线城市疫情反复的催化下, 露营热度自清明节以来持续创新高。

露营行业的火爆也带动更多市场玩家进入, 根据天眼查数据, 我国露营相关企业(存续状态)已达到 6 万家, 其中 2 万家系 2021 年成立, 近 1.8 万家系 2022 年前 7 个月间成立。根据艾媒咨询数据, 预计 2021 年中国露营经济核心市场规模达到 748 亿元(+63%), 2025 年有望成长到 2483 亿元, CAGR 为 35%。

表 2: 2021 年以来各平台关于露营热度的数据

数据来源	数据描述
携程	2021 年包含“露营、野炊、野营”相关内容的发布量同比去年上涨逾 400%, 阅读量增长超 11 倍
	2022 年清明假期全国“露营”的搜索量环比上涨 98%, 露营产品预定量同比增长超 3 倍
	2022 年 3~4 月露营产品预订火热, 预订量环比增长 120%
	2022 年 1 月至 4 月上旬, 通过携程报名露营游的用户数量是 2021 年全年的 5 倍以上
马蜂窝	2021 年国庆期间, 马蜂窝平台上“露营”的搜索热度上涨了 200%
	2022 年 3 月露营搜索热度同比涨幅高达 75%
小红书	2021 年全年, 小红书包含“露营”关键词笔记的发布量比 2020 年增长 587%
	露营搜索数据连续三年增长, 2022 年 4 月露营搜索量增长 623%
	2022 年五一期间小红书上露营相关搜索量同比增长 746%
天猫	2022 年 3 月, 小红书上包含“露营”关键词笔记发布量, 同比增长超 5 倍
	2021 年上半年国货露营装备的销售额同比增长超过 100%
京东	2021 年双 11 度假野营类目成交金额同比增长 98.6%
	2022 年 4 月以来, 京东上露营产品搜索量同比大幅增长 145%
大众点评	2022 年上半年, “露营”搜索量相较于去年同期上涨 447%, 露营基地的搜索量同比上涨 977%
美团	2022 年 6 月以来, 含露营产品的景区消费订单量不断走高, 与去年相比, 最高涨幅近 700%。野营、房车、帐篷等露营类房源 7 月的订单量较 6 月实现了翻番
百度	关键词“露营”的搜索趋势在 2020 年以前相对平缓, 近两年开始明显增长, 2022 年指数值是 2019 年的近 3 倍

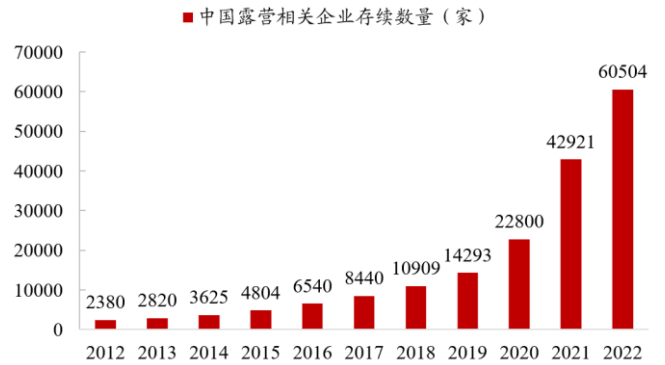
资料来源: 公开资料整理, 浙商证券研究所

图 17: 中国露营行业热度指数 (截止 2022/5/10)



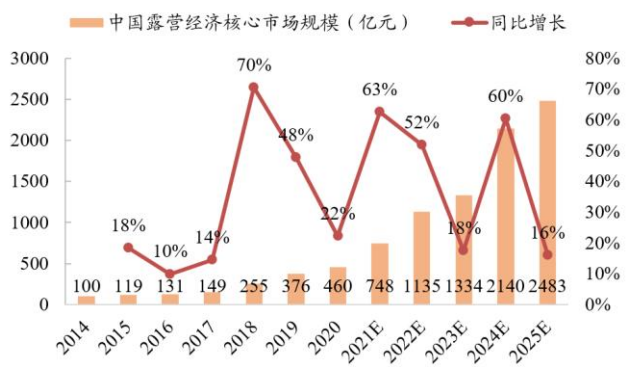
资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图 18: 中国露营相关企业数量 (截至 2022/7/28)



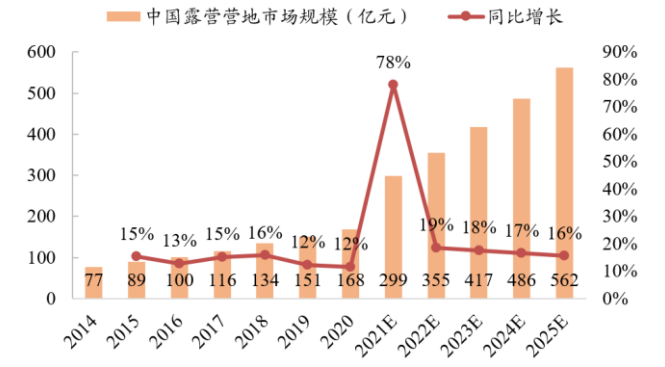
资料来源: 天眼查, 浙商证券研究所

图 19: 中国露营经济核心市场规模



资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图 20: 中国露营地市场规模



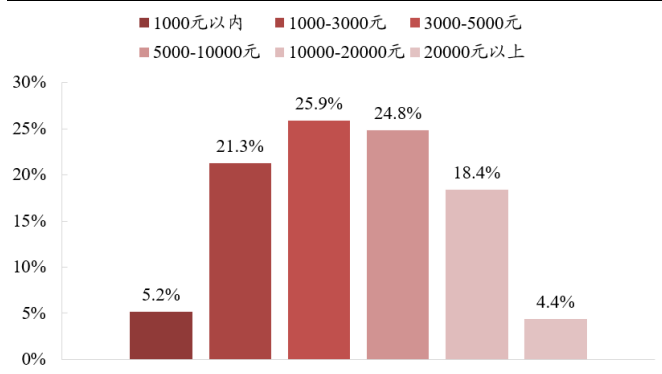
资料来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

2.2. 精致露营成新趋势, 营地提供平价解决方案

“精致露营”的兴起在本轮露营热潮中发挥了重要推动作用。精致露营 Glamping (Glamorous Camping) 是近年来兴起的、区别于传统露营 Camping 的全新户外玩法。传统露营往往追求装备便携、实用, 对舒适度、美观性要求较低; 而精致露营注重仪式感、氛围感与个性化, 装备精致且多样, 除了基础的睡眠系统 (帐篷、防潮垫、睡袋) 之外, 通常还会配备生活空间系统 (天幕、折叠椅、蛋卷桌)、照明系统 (露营灯、氛围灯)、餐饮系统 (炉具、茶具、咖啡机)、娱乐系统 (音响、投影仪、桌游) 及收纳搬运系统 (小拖车、置物架) 等。根据艾媒咨询数据, 30% 以上的中国露营消费者曾购买过折叠椅、桌子、炉具、餐具, 20% 以上购买过星星灯等精致露营器械。

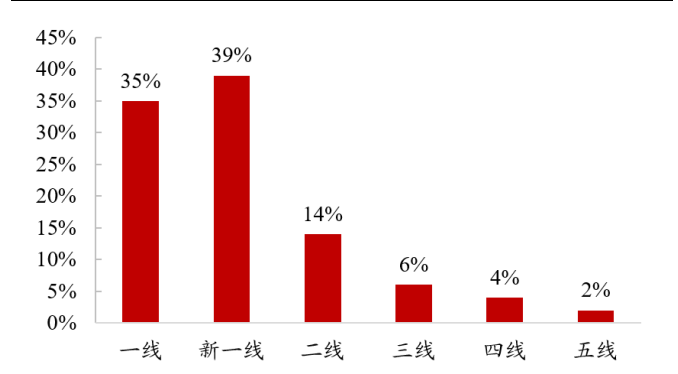
自然风光与精致装备、餐食的结合, 使露营成为极其适合在社交媒体上传播的一种令人向往的生活方式, 小红书种草及多部综艺节目的宣传吸引了大量追求潮流的年轻人前来打卡; 同时, 休闲、舒适的玩法也更适合携带老人、孩子的家庭出游, 极大拓宽了露营的潜在消费群体。

图 24：2021 年中国露营消费者购买露营器械金额



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

图 25：2021 年露营消费者城市水平分布



资料来源：马蜂窝，浙商证券研究所

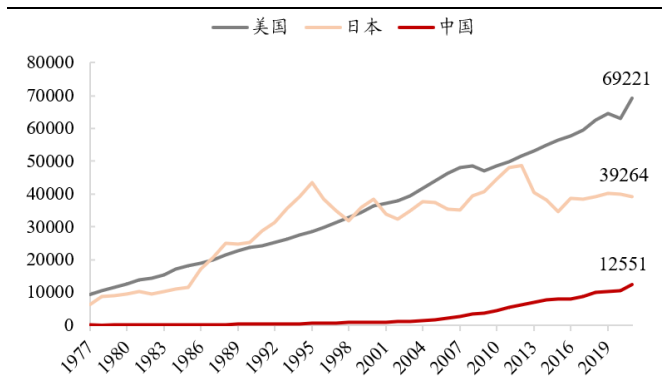
2.3. 露营大发展要素已具，有望步入黄金十年

我国露营热潮能持续多久？——我们认为，由疫情助推的井喷式增长或难以为继，但从行业长期趋势来看，露营在我国已经步入了从“小众爱好”向“大众化生活方式”转变期，继 2003-2013 年“黄金十年”后，有望迎来新的“黄金十年”。而露营在中国之所以能够成为“大众化生活方式”，根本原因在于中国已具备相应的发展土壤：

1) 人均 GDP: 户外活动参与率与该地区的经济水平及消费能力密切相关，复盘美国、日本等发达国家的历史可以发现，当人均 GDP 超过 1 万美元时，专业化、多样化的户外运动开始流行（美国、日本大约在 20 世纪 80 年代后）。根据 IMF（国际货币基金组织）统计，2019 年我国人均 GDP 已经突破了 1 万美元大关，具备露营行业大众化的经济基础。

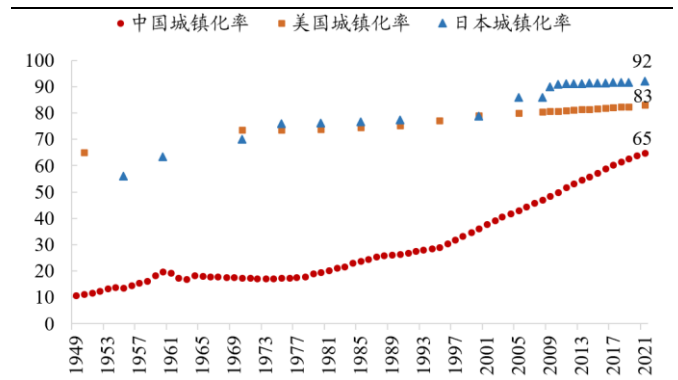
2) 城镇化进程: 随着城镇化率的提高，越来越多人需要通过户外活动的方式从快节奏生活中抽离，满足亲近自然的需求。美国、日本城镇化率在 20 世纪 70 年代时已达到 70%，成为当时两国露营行业蓬勃发展的重要注脚。根据国家统计局数据，我国 2021 年城镇化率已达到 64.7%，具备露营行业大众化的人口基础。

图 26：中、美、日人均 GDP 变化（单位：美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

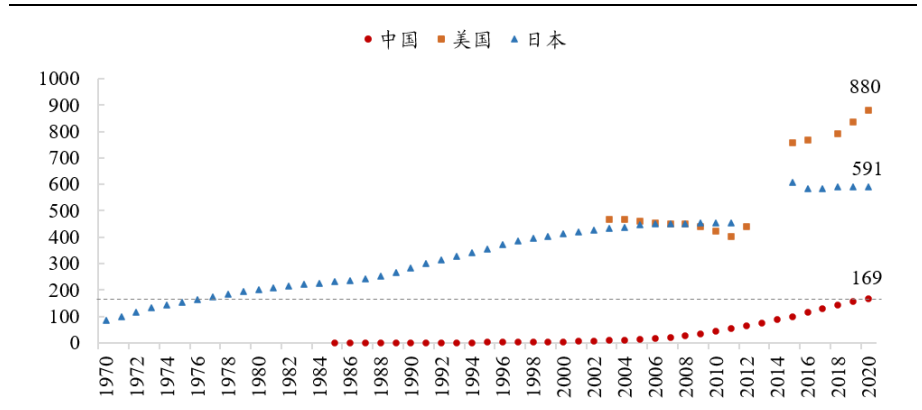
图 27：中、美、日城镇化率变化（单位：%）



资料来源：Wind，艾媒咨询，浙商证券研究所

3) 汽车保有量: 私家车是露营的重要交通工具，美国户外运动参与率高达 50% 以上的重要支撑是其每千人汽车保有量达到 880 辆，日本 20 世纪 80 年代的第一次露营热潮亦伴随着私家车的普及（每千人保有量达到 200 辆）。中国每千人汽车保有量从 2000 年的 5 辆快速增长到 2020 年的 169 辆，初步具备露营行业大众化的交通基础。

图 28：中、美、日人均汽车保有量（辆/千人）



资料来源：世界银行，浙商证券研究所

4) **国家政策**：近年来，国家体育总局、中共中央办公厅、国务院办公厅等相关部门围绕体育、户外运动产业发布了一系列支持政策，国内徒步健身步道、骑行大道、露营地等基础设施建设也在逐步增加完善，这均为国内户外用品行业的未来发展奠定了良好基础，未来政策面对户外用品行业消费的引导、支持，也将成为行业结束调整期进入新一轮健康、稳定增长期的关键因素。

表 3：近年来户外运动相关政策

文件名称	颁布时间	颁布主体	相关内容
《“十四五”旅游业发展规划》	2021.12	国务院	推进自驾车旅居车旅游，实施自驾游推进计划，形成网络化的营地服务体系和比较完整的自驾车旅居车旅游产业链，推出一批自驾车旅居车营地和旅游驿站，合理确定营地和驿站疫情防控责任。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	2021.7	国务院	大力发展运动项目、户外运动、智能体育等体育产业，促进体旅融合。建设完善相关设施，拓展体育旅游产品和服务供给。打造一批有影响力的体育旅游精品线路精品赛事和示范基地。
《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	2021.4	发改委、国家体育总局	重点支持体育公园、全民健身中心、公共体育场、社会足球场、健身步道、户外运动公共服务设施等 6 类项目建设。其中体育公园、健身步道、户外运动公共服务设施为“十四五”新增支持方向
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	2019.10	发改委	鼓励类中包括：旅游装备设备，以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务
《加快推动汽车自驾运动营地产业发展的通知》	2019.10	国家体育总局	2020 年，每省(区、市)建成 50 家汽车自驾运动营地；2025 年，每省(区、市)力争建成 300 家汽车自驾运动营地
《关于促进全域旅游发展的指导意见》	2018.3	国务院	加快建设自驾车房车旅游营地，推广精品自驾游线路

资料来源：国务院，发改委，浙商证券研究所

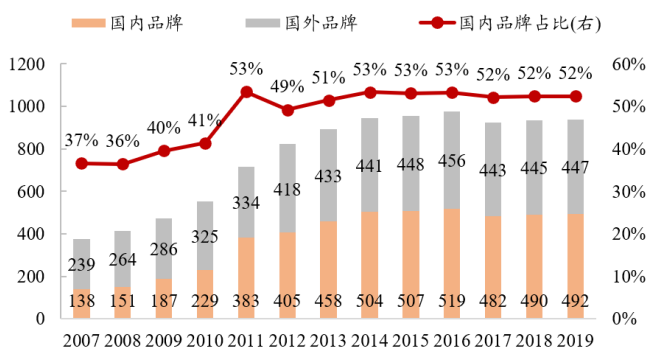
综上所述，我们认为露营热潮不仅仅是疫情催化的一次短暂爆发，而是在经济、城镇化水平发展到一定程度后的大势所趋。从长期来看，中国露营产品还处于发展初期，渗透率预计仅 3%（美国预计 19%，日本预计 10%以上），中长期参与人数预计仍有 3-4 倍增长空间。除了参与率和参与频次的提升，我们认为露营品类不断丰富、品质不断提升（即“精致露营”）带来的人均消费金额的提升也是行业规模长期增长的重要来源。因此，我们预计中国露营市场存在千亿以上市场空间。

2.4. 市场格局高度分散，本土品牌充满机遇

户外用品市场竞争者众多，但集中度存在明显提升趋势。根据 COCA 历年的《中国户外用品市场调研报告》，2007-2014 年中国户外用品品牌数量快速增长，其中国内品牌增速超过国外品牌，占比从 37% 提升至 53%。除了专业户外运动品牌，众多体育品牌、时尚潮牌亦拓展户外产品线，进一步加剧户外用品行业的竞争。

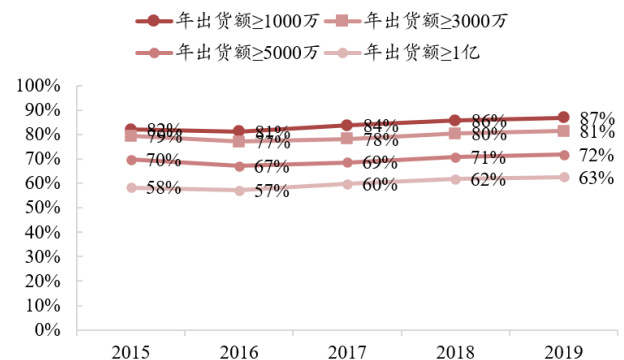
2014 年后，随着行业规模增速放缓，总户外品牌数量稳定在 900-1000 家。该阶段由于部分品牌凭借持续投入研发和渠道建设，逐步建立良好的用户口碑，市场集中度逐步提升，年出货额大于 1 亿元的品牌的市场份额从 2015 年的 58% 提高至 2019 年的 63%。我们认为，户外用品与体育服饰类似，属于专业化程度较高的消费品，更容易在细分领域占领消费者心智、培育消费者的品牌忠诚度，预计未来市场集中度仍将持续提升。

图 29：中国户外用品品牌数量



资料来源：COCA，浙商证券研究所

图 30：中国户外用品品牌出货金额占比















资料来源：COCA，浙商证券研究所

露营装备品牌呈现金字塔格局，本土头部品牌近年来增长亮眼。我国露营装备品牌主要分为三个市场：1) 高端市场：主要的海外品牌以日韩、北欧、美国三地的品牌为主，如丹麦的 Nordisk、日本的 Snow Peak、美国的 Springbar，拥有悠久的历史品牌文化、齐全的产品线及成熟的技术研发体系，因而品牌溢价较高，在国外已具备庞大的忠实客群基础；2) 中高端市场：主要是国外二三线品牌及少数国内品牌，如日本的 DOD、美国的 CHUMS、国内的牧高笛、挪克、黑鹿等，兼具品质与性价比，精致露营系列产品亦能上探到万元级别，多个国内品牌近年来凭借不断提升的产品力和品牌调性获得良好用户口碑，展现较高成长性；3) 中低端市场：多数国内品牌均处于该层次，产品同质化竞争严重，多以速开帐等基础入门款产品为主，因而产品定价较低。

行业竞争环境开放友好，谁主沉浮各凭本事。由于海外品牌进入中国市场较晚，尚未铺开在国内的销售渠道，亦尚未占领消费者的品牌心智，与此同时，本土品牌不管在性价比、供应链还是电商平台运营能力上，均较海外品牌更具优势。因此我们认为，本土品牌若能抓住行业高速成长期机遇，有望走出若干个露营装备行业巨头。

表 4：国内外知名露营装备品牌

品牌	Logo	创立时间	国家	介绍	帐篷价格区间
Snow Peak 雪峰		1958	日本	被称作露营界的 LV，目前涵盖 25 个品类、600 多个 SKU，致力于野营装备、炊具方面研发	5000-20000
DOD		2008	日本	相对年轻的牌子，从创立以来一直主打年轻消费群体，大胆的配色外加设计上力求营造出全新的潮流时尚感	900-4000

国际品牌	Nordisk 大白熊		1901	丹麦	丹麦第一家专门生产羽绒和羽毛的公司，以传统棉帆布帐篷所闻名于世，材料厚实结合科技材料防水防风，有浓郁的斯堪的纳维亚风格	6000-20000
	Tentipi 特恩迪贝		1989	瑞典	专门制作传统锥形帐篷，以大型娱乐多人帐篷为主要单品	1000-60000
	Springbar 春账		1944	美国	来自美国犹他州盐湖城，创造了美国 20 世纪 60 年代露营时代风潮	3000-20000
	CHUMS 洽洽鸟		1983	美国	以“舒适、快乐和品质”为设计理念，注重将功能细节和趣味设计相结合，将时尚、潮流元素、鲜艳的色彩融入到功能性服装之中	3000-7000
	The North Face 北面		1966	美国	美国著名户外品牌，致力于为户外运动员的每一次严酷探险提供专业装备	1500-4500
	Decathlon 迪卡侬		1975	法国	欧洲运动用品零售商，生产和销售体育用品，提供连锁运动用品经营以至体育全产业链的支持，并有丰富的自有品牌产品阵线	200-10000
国内品牌	MobiGarden 牧高笛		2003	中国	坚持“露营专业主义”的理念，户外露营装备系列涵盖了高海拔露营，徒步露营，公园休闲，精致露营和旅行等场景	300-8000
	Naturehike 挪客		2010	中国	倡导“轻户外、轻旅行”的品牌理念，包含户外露营，户外休闲，登山徒步，户外服饰等多个系列，热销海外 68 个国家	500-10000
	BLACKDEER 黑鹿		2012	中国	致力于创造舒适精致的露营生活方式，从户外居住、折叠家居、野餐厨具到露营所需的一切配饰，让露营者感受到家中一样的露营体验	300-5000
	TOREAD 探路者		1999	中国	产品覆盖极限、徒步、跑步、旅行、滑雪等众多运动类目，针对不同年龄段和应用场景差异进行设计	200-3000
	Camel 骆驼		2000	中国	以舒适、休闲为特色，以耐磨、防滑、抗震为特点	200-2000
	TFStents 自由之魂		2010	中国	拥有前卫的设计理念，简洁流畅的风格和一流的品质	1000-20000

Vidalido
维达利多



2012 中国

致力于传递“亲自然，轻压力，更
舒适自在的新露营生活方式”，主
营帐篷天幕、露营家具、地席床
毯等系列户外精品

600-20000

资料来源：公司官网，淘宝旗舰店，浙商证券研究所

公司 OEM/ODM 业务出口规模在国内同类可比公司中处于前列。公司 OEM/ODM 业务主要竞争对手包括天津环球、上海洋帆等露营帐篷类专业代工出口企业，其中只有牧高笛布局了海外产能。根据中国海关出口统计数据，2014 年和 2015 年公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名分别为第三位和第二位。

表 5：国内头部露营帐篷代工出口企业

公司	成立时间	产品	生产基地	主要市场	出货规模
牧高笛户外用品股份有限公司	2006	露营帐篷	浙江衢州、越南、孟加拉	欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲、美国	2021 年产量 239 万顶，外销业务收入 6.15 亿元
上海洋帆实业有限公司	1988	帐篷、睡袋、箱包和休闲服装	上海、江苏盐城	欧洲、日本、美国、南美洲	年出口额超过 5 亿元
天津环球旅游制品股份有限公司	1999	露营帐篷，户外包、旅游包、雨衣雨披、睡袋、雪套	天津、山东	30 多个国家及地区	年产能 250 万顶，年收入 2.2 亿元

资料来源：公司官网，公司招股书，浙商证券研究所

3. OEM/ODM：供需两侧稳健，可见度高

3.1. 深耕欧洲市场，上半年为出货旺季

公司针对 OEM/ODM 业务设立专门的产品开发部，每年均会根据国际户外用品流行趋势及消费者需求变化，开发 200-300 款露营帐篷。公司设计、生产的露营帐篷具备专业的科技性能与稳定的质量表现；在高效的供应链管理下，公司在交期、成本管控方面具有较强优势；同时，公司为客户提供完备的售后服务，在业内积累了良好的口碑。

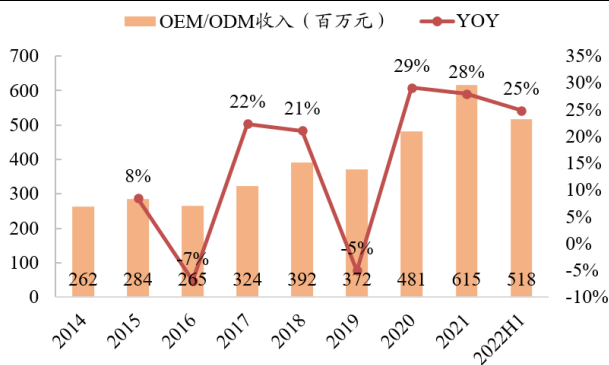
图 31：公司 OEM/ODM 业务露营帐篷产品（按功能划分）



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

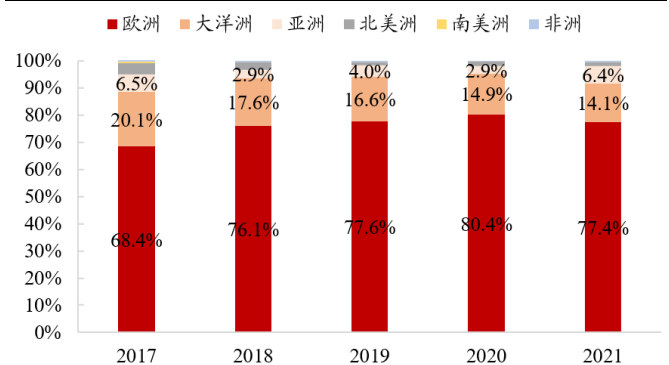
公司 OEM/ODM 业务收入呈现明显的季节性：Q2 > Q1 > Q3 > Q4。由于公司 80% 以上的外销收入来自北半球的欧洲及亚洲，而户外活动的黄金季节在春夏季，因此每年的第一、二季度是公司外销订单的旺季，根据 2018-2021 年经验，上半年出口销售额大约是下半年的 1.8-2.7 倍。公司 OEM/ODM 订单的可见度较高，从下单到交货的周期一般在 6 个月左右，预计每年 8-11 月会陆续敲定次年上半年北半球客户的订单，公司可根据下单情况提前准备产能及库存，因此外销业务发展较为稳健。

图 32：公司 OEM/ODM 业务收入



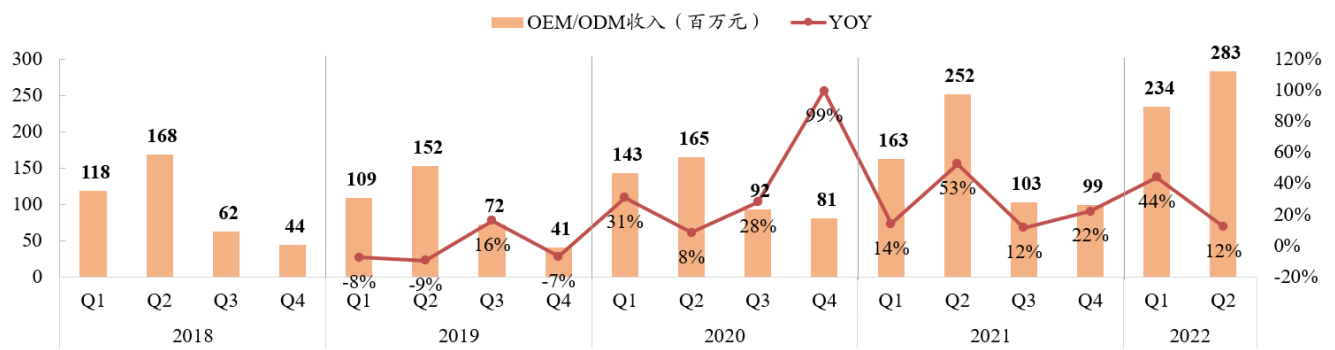
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 33：公司 OEM/ODM 销售地区分布



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 34: 公司 OEM/ODM 单季度收入

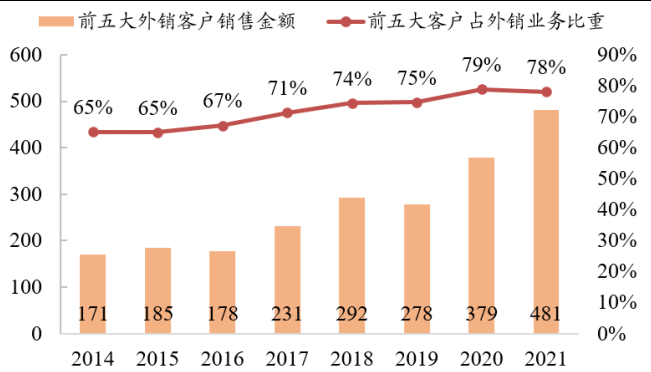


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2. 绑定优质零售和品牌商, 迪卡侬占比过半

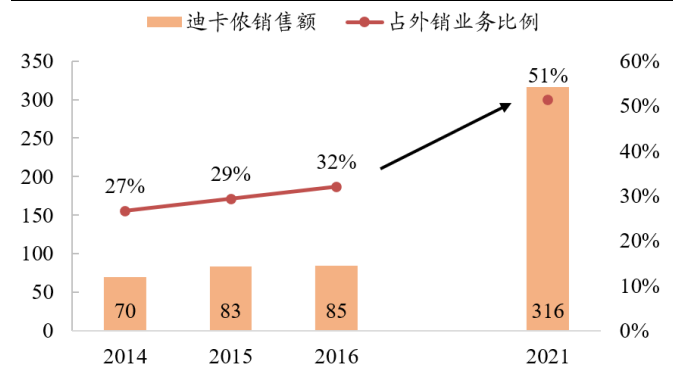
OEM/ODM 业务的客户较为集中, 迪卡侬占比过半。2021 年前五大客户销售额占外销业务比重达到 78%, 其中第一大客户迪卡侬 (Desipro Pte. Ltd. 为迪卡侬全资子公司, 负责向牧高笛采购) 销售额达 3.16 亿元, 占外销业务比重达到 51%, 且集中度呈现逐渐加深的趋势。

图 35: 公司前五大外销客户销售额及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 36: 迪卡侬销售金额及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

除了迪卡侬外, 其他核心客户也均为全球优质的零售商或品牌商。纵观公司 30 多家客户, 大致可分为三类: 1) 普通的综合性零售商: 如澳大利亚的 Kmart、Super Retail, 英国的 Home Retail 等; 2) 专业户外用品零售商: 如英国最大的户外零售商 Go outdoors、美国最大的体育户外用品商店 Academy; 3) 户外用品品牌商: 如新西兰的 Kathmandu、美国的 Mountainsmith 等。

表 6: 公司 OEM/ODM 业务核心客户情况

客户	国家	客户简介	类型
Desipro Pte. Ltd. (迪卡侬)	法国	全球知名的体育用品零售商之一, 成立于 1976 年, 目前在全球已拥有超过 600 家门店。	专业零售商
Go outdoors Ltd.	英国	英国目前最大的户外用品零售商, 拥有 41 家超级零售店, 旗下产品包括野营设备、户外服饰、登山、滑雪、骑马、钓鱼等装备。	专业零售商
Kmart Australia Limited	澳大利亚	澳大利亚首家折扣百货公司, 在澳大利亚和新西兰拥有 200 多家门店。	普通零售商
Home Retail Group (Asia) Limited	英国	英国领先的家庭和一般商品的零售商。	普通零售商

Kathmandu LLC	新西兰	新西兰户外运动品牌 ，经营冲锋衣，防水衣裤，保暖衣裤，登山户外鞋，帐篷，以及各种登山运动附属物品。	户外品牌商
Super Retail Group	澳大利亚	澳大利亚十大零售商之一 ，拥有 630 多家门店，年营业额超过 25 亿美元。	普通零售商
Halfords Limited	英国	英国非食品零售企业 ，有 100 多年的历史，近 400 家零售店，经营约 1 万种商品，年营业额超过 5 亿英镑。	普通零售商
The warehouse LLC	美国	仓储式超市 ，成立于 1999 年。	普通零售商
Mountainsmith LLC	美国	美国知名户外品牌商 ，尤以户外包具出名。	户外品牌商
Pearl Trading CO., LTD.	日本	成立于 1979 年，业务范围包括体育和娱乐用品的批发和分销。	专业零售商
Academy sport&outdoor,llc	美国	美国最大的体育用品和户外商店之一 。拥有 260 家门店，提供狩猎、钓鱼和露营装备等设备，以及运动、休闲产品、鞋类、服装等。	专业零售商
JD Sports Fashion Group	英国	成立于 1981 年，是 全球领先的运动、时尚和户外品牌全渠道零售商 。目前在英国、欧洲、北美和亚太的 32 个地区拥有约 3,400 家门店。	专业零售商

资料来源：公司招股书，网络资料，浙商证券研究所

3.3. 全球化、轻资产生产布局，供应链灵活稳健

全球化产能布局+柔性外协生产，保障公司产能较好匹配需求端变化。公司早在 2012 年即开始布局东南亚产能，2014/2017 年孟加拉/越南工厂分别投产，目前海外产能占比约 40%；公司的国内产能则主要位于浙江衢州，少量位于江西上饶。

帐篷产品上，除了自主生产外，公司还保持 15% 左右的外协柔性产能（仍由牧高笛统一采购原材料、验收和包装），以应对订单量突变可能对产能利用率造成的影响。疫情之下，公司通过灵活调配产能快速响应市场需求，增强了客户粘性；同时通过提前布局供应链、物流仓储及生产基地，保证产能覆盖未来订单需求。帐篷之外的其他产品（主要供自主品牌销售），公司均采用外包生产的方式。

表 7：公司生产基地建设情况

生产基地	地点	建设历程
龙游勤达	浙江省衢州市	2015 年通过收购增加当年有效产能 10.4 万顶
常山天野	浙江省衢州市	2015 年通过收购增加当年有效产能 3.6 万顶,2016 年有效产能再增加 5 万顶
鄱阳天野	江西省上饶市	2014 年 10 月投入生产，2015 年新增产能 8 万顶，2017 年扩建
孟加拉天野	孟加拉	2012 年新建，2014 年进入试生产阶段，截止 2016 年底产能为 12 万顶/年，2018 年扩建厂房
越南天野	越南	2017 年设立，当年全面投入使用，2018 年扩建厂房

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 8：公司帐篷产销情况（包含代工及自主品牌）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
产能(万顶) (不含外协)	84	106	111					
YOY		26%	5%					
产量(万顶) (含外协)	113	129	120	139	157	142	173	239
YOY		14%	-7%	16%	13%	-9%	22%	38%
销量(万顶)	108	118	118	135	157	127	168	221
YOY		9%	0%	15%	16%	-19%	33%	32%
产销率	96%	91%	98%	97%	100%	89%	97%	93%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 自主品牌：量增价升有活力，想象空间广阔

4.1. 疫情下大牧爆发式增长，下半年同样可期

2003 年，公司凭借一款“冷山”帐篷进入中国市场，开启了自主品牌的发展之路。2009 年公司切入户外鞋服领域，并在 2018 年划分大牧、小牧双品牌，分事业部运营。

1) **大牧品牌**：秉持“露营专业主义”理念，主打户外露营帐篷及装备，涵盖高海拔露营、徒步露营、公园休闲、精致露营和旅行等户外场景。

2) **小牧品牌**：面向泛户外人群的户外鞋服品牌，强调产品的舒适、时尚与机能感，以通勤、旅行、健行、慢跑、露营、徒步登山等多场景穿着为开发理念，不论自然户外、城市户外，还是室内休闲，都能“一衣穿行”。

3) **山系服装品牌**：2020 年推出的独立运营的潮流露营服装品牌 Mobi Villa，将露营美学和仪式感融入产品设计，拥有植根旷野的山系风格，兼顾了大众对轻松舒适的追求。

图 37：公司自主品牌矩阵



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，浙商证券研究所

2021 年以来，大牧呈现爆发式增长，而小牧在疫情的冲击下正处于调整期。分渠道来看，大牧品牌全部通过“线上直营+分销团购”渠道销售，小牧品牌则通过线下“直营店+加盟店”销售。

大牧品牌 2021 年收入 2.20 亿元 (+156%)，其中线上渠道 1.09 亿元 (+127%)，分销团购渠道 1.11 亿元 (+192%)。2022 年在疫情反复的催化下，大牧增长进一步提速，单 Q2 线上/分销渠道分别增长 307%/340%，单季度收入即超过 21 年全年。

小牧品牌 2021 年收入 8629 万元 (+15%)，其中直营店收入 2784 万元 (+22%)，加盟店收入 5845 万元 (+12%)。由于小牧均为线下实体店，在 2022 年疫情中受损严重，Q2 收入下滑 30%。从门店数量来看，小牧自 2017 年开始进行渠道调整，放缓开店计划的同时，关停低效店，截至 2022 年一季度末，直营/加盟店分别为 28/189 家。

表 9：公司自主品牌收入按渠道拆分

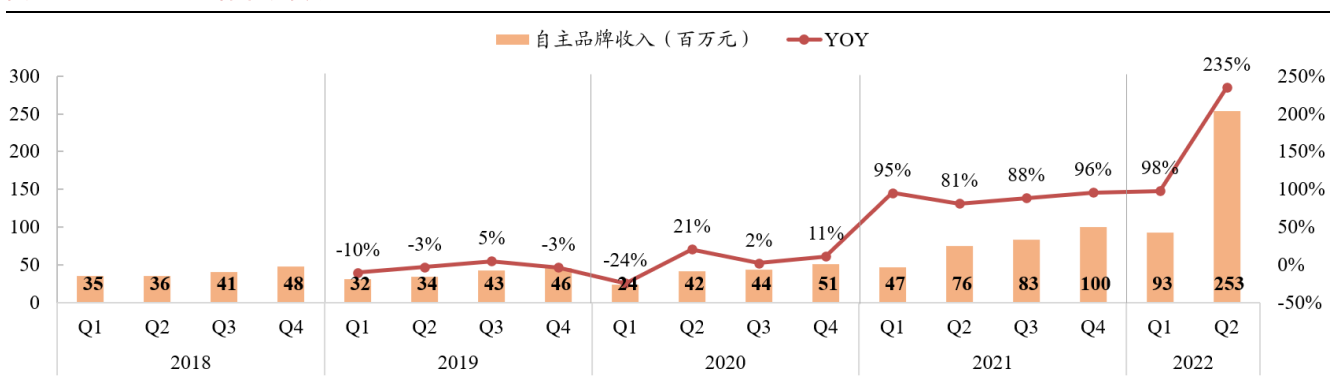
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2
自主品牌（内销）	192.1	159.2	155.2	161.1	306.1	92.9	253.3
YOY	16.8%	-17.2%	-2.5%	3.8%	90.0%	98.2%	234.7%
占比	37.2%	28.9%	29.3%	25.1%	33.2%	28.4%	47.2%
毛利率	37.7%	38.5%	36.7%	32.9%	33.9%	35.6%	/
其中：线上销售	36.1	36.8	34.4	47.9	108.5	29.5	117.2
YOY	29.6%	1.9%	-6.8%	39.3%	126.7%	119.2%	306.8%
占比	18.8%	23.1%	22.1%	29.7%	35.5%	9.0%	21.8%
毛利率	45.8%	43.1%	34.7%	30.3%	39.9%	41.2%	/
其中：线下销售	156.0	122.3	120.8	113.2	197.6	63.4	136.1
YOY	1041.5%	-21.6%	-1.2%	-6.3%	74.5%	89.7%	190.4%
占比	81.2%	76.9%	77.9%	70.3%	64.5%	19.4%	25.4%
毛利率	35.8%	38.4%	34.7%	34.1%	30.7%	33.0%	/
其中：直营店	13.8	22.1	25.6	22.9	27.8	6.4	13.2
YOY		59.9%	15.9%	-10.8%	21.8%	9.6%	-30.2%
毛利率	49.2%	47.5%	50.5%	50.8%	50.1%	48.6%	/
门店数（家）	22	31	39	24	30	28	/
加盟店	94.7	86.5	71.6	52.3	58.5	12.1	/
YOY		-8.7%	-17.2%	-27.0%	11.8%	-18.6%	/
毛利率	36.7%	36.7%	38.6%	36.3%	34.4%	33.8%	/
门店数（家）	367	318	297	247	196	189	/
分销及团购	83.6	50.6	58.0	38.1	111.3	44.9	122.9
YOY		-39.5%	14.6%	-34.3%	192.2%	252.9%	340.4%
毛利率	36.9%	37.5%	28.2%	20.9%	23.9%	30.6%	/

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：2022Q2 直营店和加盟店拆分数据尚未披露，红色为两者合并数据

与 OEM/ODM 业务的季节性特征不同，自主品牌销售从 Q1 至 Q4 逐季走旺。从户外运动参与热度来看，春夏秋为旺季，但由于大牧线上直营销售占比 50% 左右（且分销商也有相当体量在线上销售），受双十一的拉动效果明显，因此 Q4 亦是大牧的销售旺季。对于小牧而言，尽管春夏季鞋服的销售数量多于秋冬季，但秋冬款的产品单价明显高于春夏款，因此 Q3/Q4 的销售收入通常高于 Q1/Q2。

图 38：公司自主品牌单季度收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 产品力与品牌力齐驱，打造自身阿尔法

4.2.1. 把握精致露营趋势，产品深度与宽度持续提升

2003 年以“冷山”系列帐篷进入国内市场，成为徒步露营中的经典之作。牧高笛于 2003 年推出第一代产品“冷山”帐篷，采用 7001 航空铝合金支架，重量大大减轻（仅为玻璃纤维杆的 1/3），携带轻便，独特的通风系统解决了传统帐篷闷热的痛点，而且其创立初衷是“让所有国内户外爱好者能买得起高性价比专业性帐篷”，因此定价亲民，一经推出便收获众多国内消费者的喜爱。历经 20 年，冷山系列依旧活跃在户外爱好者圈子，至今已更新至第五代（包括冷山 AIR、冷山 AIR 升级版、冷山 PLUS 等），功能性不断升级。

图 39：牧高笛“冷山”系列帐篷



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，浙商证券研究所

2020 年后成功抓住“精致露营”趋势，目前精致露营产品销售占比已达 70%。除了主打徒步露营的冷山帐篷，公司产品系列还涵盖了公园休闲、旅游、高海拔露营等场景，并在 2020 年开始推出精致露营系列，同时不断开发新的露营周边产品来完善品类矩阵。

- 1) “纪元”、“揽盛”系列：公司于 2020 年推出“纪元”系列，定位高端精致露营市场，相比于传统户外帐篷，纪元系列帐篷内部空间大幅扩大，高度达到 1.8-2.9 米，可以展开前厅，使用者可以在帐篷内烹饪，契合精致露营场景的独特需求。2021 年公司推出“揽盛”梯形隧道帐篷，活动空间更大且利用率高，上市后始终占据销量前列，多次追加补单，成为公司另一大爆款产品。

图 40：牧高笛“纪元”系列帐篷



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，浙商证券研究所

图 41：牧高笛“揽盛”系列帐篷



资料来源：牧高笛天猫旗舰店，浙商证券研究所

2) 露营周边品类开发: 公司围绕精致露营, 打造高海拔、精致徒步、精致露营、精致野餐场景矩阵, 开发睡眠系统、厨房系统、收纳系统、客厅系统的产品矩阵, 从产品风格上丰富场景, 从产品线上细化产品, 提升连带率和客单价, 21 年大牧品牌中帐篷收入占比从 20 年的约 60% 降至约 40%, SKU 由此前 200 款增至 400-500 款。

图 42: 牧高笛精致露营周边品类



资料来源: 牧高笛天猫旗舰店, 浙商证券研究所

4.2.2. 跨领域多元合作, 塑造时尚的品牌调性

公司高频联动符合精致生活调性的 IP 或品牌, 高效触达潜在客群。中国露营市场正从“专业性能”向“时尚精致”转变, 公司于 2021 年推出 Line Friends 联名系列, 打破传统帐篷单调沉闷的形象, 瞄准亲子、女性、年轻人客群, 该联名系列同时还包括天幕、拖车、睡袋、折叠椅、野餐垫等配套产品, 目前已占大牧销售额约 10%。此外, 公司还与魅族 PANDAER、摇曳露营、丽克特、电小二、小红书等与自身品牌调性契合的品牌/IP 联名推出系列产品, 以快速触及新用户, 提升品牌知名度。

图 43: 牧高笛联名系列



资料来源: 牧高笛天猫旗舰店, 浙商证券研究所

公司亦通过跨界合作等形式，精准提升品牌曝光度。牧高笛近年开展的跨界合作主要包括：1) 赞助专业队伍：赞助北大山鹰社徒步中国南极科考、徒步加拿大洛基山脉等，强化“露营专业主义”品牌形象；2) 汽车品牌合作：与理想、小鹏、劳斯莱斯、奔驰等高端车企合作举办露营活动，直接触达精致露营目标客群，同时加深高端、精致的品牌形象；3) 综艺节目合作：2022年4月公司与爱奇艺、江苏卫视联合出品户外综艺《一起露营吧》，为大众打造潮流有趣的露营白皮书，推广精致露营概念。此外，牧高笛持股的“大热荒野”营地作为多部综艺的取景地获得大量曝光；4) 其他活动：参加草莓音乐节、国潮节、天猫露营大会等集中了年轻且热衷尝试新鲜事物的消费者的活动，加强和主流年轻消费者的品牌互动。

图 44：牧高笛跨界合作



资料来源：微信公众号，微博，浙商证券研究所

牧高笛全国首家露营生活馆开业，有利于提振品牌形象及辐射线上销售。自有品牌“一站式”户外体验店是国外户外用品行业一种成熟的自营零售模式（如 Snow Peak, DOD, Nordisk 等均开设了大型体验店），未来可能会成为国内户外用品行业零售模式的发展趋势。22年6月，牧高笛在宁波开设了首家露营生活馆，店内产品种类齐全，装修舒适惬意富有调性，带给客户良好的购物体验，对于加强品牌效应、辐射线上销售具有重要意义。

图 45：牧高笛全国首家露营生活馆



资料来源：牧高笛微信公众号，浙商证券研究所

图 46：牧高笛全国首家露营生活馆



资料来源：牧高笛微信公众号，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

预计 22-24 年公司收入 15.7/21.4/28.6 亿元，同比增长 70%/37%/34%，其中：

1) OEM/ODM 业务：当前全球步入疫情后周期，预计对露营帐篷的需求将进入一轮上升周期。公司在帐篷代工制造领域已有二十多年积累，在研发设计、制造工艺、生产效率、成本管控等方面均积攒了良好口碑，且与迪卡侬等全球优质品牌商或零售商建立长期合作关系。预计 22-24 年公司外销业务将摆脱订单大小年的影响，销量增速分别为 21%/20%/20%；随着消费升级趋势，预计销售均价分别增长 4%/3%/3%；预计 22-24 年外销业务收入分别增长 25%/23%/23%。在规模效应及海外产能逐步成熟之下，预计毛利率将提升 1-2pct。

2) 大牧品牌（线上+分销）：疫情后周期，国内露营热度将持续，公司在紧抓线上流量，大力开拓抖音、小红书等新电商平台；同时，公司持续加大分销客户开拓力度，入驻大型商超及新型渠道，预计大牧销量将持续高增长。单价方面，随着公司产品性能持续更新迭代，品牌调性不断提升，尤其是高单价的精致露营系列产品打开市场，预计大牧的产品均价及毛利率将明显提升。22H1 在疫情刺激下，公司线上/团购分销收入分别增长 248%/338%，我们预计下半年增速将略有回落，预计 22 年全年线上/团购分销渠道收入同比增长 200%/260%；23-24 年由于高基数，预计大牧增速将回落至 55%/45%水平。

3) 小牧品牌（直营+加盟）：线下门店受疫情冲击较大，公司对小牧业务维持谨慎发展策略，预计将持续淘汰低效店铺，打磨单店经营，减少亏损幅度。预计 22-24 年直营收入同比-10%/0%/0%，加盟收入同比-20%/-5%/-5%。

费用率方面，为快速抢占市场份额、占领消费者心智，预计公司将加大人才队伍建设、品牌营销、研发设计等方面的投入，各项费用规模将大幅增加。但公司收入增长较快，预计费用率保持稳定。

预计 22-24 年公司归母净利润分别为 1.80/2.66/3.64 亿元，同比增长 129%/48%/37%。

表 10：牧高笛分业务盈利预测

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	923	1567	2141	2863
YOY	44%	70%	37%	34%
毛利率	25%	28%	30%	30%
OEM/ODM（外销）	615	769	946	1164
YOY	28%	25%	23%	23%
毛利率	20%	22%	22%	22%
自主品牌（内销）	306	798	1195	1699
YOY	90%	161%	50%	42%
毛利率	34%	35%	36%	35%
其中：线上销售	109	326	505	732
YOY	127%	200%	55%	45%
毛利率	40%	42%	43%	43%
线下销售	198	472	690	968
YOY	75%	139%	46%	40%
毛利率	31%	30%	30%	30%

其中：直营店	28	25	25	25
YOY	22%	-10%	0%	0%
毛利率	50%	45%	50%	50%
加盟店	58	47	44	42
YOY	12%	-20%	-5%	-5%
毛利率	34%	33%	34%	34%
分销及团购	111	401	621	900
YOY	192%	260%	55%	45%
毛利率	24%	29%	29%	29%
归母净利润	79	180	266	364
YOY	71%	129%	48%	37%
净利率	9%	11%	12%	13%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2. 估值及投资建议

公司作为国内露营帐篷装备的代工龙头以及头部品牌商，充分受益于露营热潮的红利，同时公司持续提升产品力和品牌调性，抢占国内消费者心智，有望成为全球化龙头品牌。预计公司 2022-2024 年实现营业收入 15.7/21.4/28.6 亿元，同比增长 70%/37%/34%，实现归母净利润 1.80/2.66/3.64 亿元，同比增长 129%/48%/37%，当前市值对应 PE 为 36/24/18 倍，参考可比同行估值，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
浙江自然	60	2.20	2.94	3.85	3.85	27	20	15	15
三夫户外	18	-0.26	0.30	0.60	0.60	-68	60	30	30
探路者	65	0.54	0.73	1.68	1.68	119	89	39	39
平均						26	56	28	28
牧高笛	64	0.79	1.80	2.66	3.64	82	36	24	18

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

- 1、疫情反复程度超过预期：**尽管疫情对于露营行业存在一定正面刺激作用，但若疫情扩散范围过大、影响程度过深，可能露营活动也将受到限制；其次，若公司工厂所在地发生疫情，可能造成停工停产或物流延迟。
- 2、露营行业增长不及预期：**当前以露营为代表的户外运动参与率快速提升，但若国内消费者对露营行业的参与热情降温过快，可能造成公司销售增长放缓。
- 3、市场竞争加剧风险：**目前海外露营装备品牌尚有较多未正式进入中国市场，若海外品牌看到中国露营行业增长较快后加速布局中国市场，牧高笛所面临的的市场竞争可能会加剧。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,077	1,438	1,762	2,360	营业收入	923	1,567	2,141	2,863
现金	171	156	213	371	营业成本	694	1,122	1,508	2,004
交易性金融资产	244	234	252	243	营业税金及附加	3	6	8	10
应收账款	85	139	186	258	营业费用	53	95	125	167
其它应收款	5	5	4	4	管理费用	56	95	128	171
预付账款	21	43	57	47	研发费用	25	44	63	81
存货	531	846	1,032	1,419	财务费用	8	19	20	24
其他	20	15	18	18	资产减值损失	(12)	(10)	(10)	(10)
非流动资产	109	75	79	84	公允价值变动损益	2	2	3	4
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	17	10	10	10
长期投资	10	10	10	10	其他经营收益	3	5	5	4
固定资产	39	37	35	33	营业利润	93	213	316	432
无形资产	11	11	11	10	营业外收支	0	1	1	0
在建工程	0	0	0	0	利润总额	93	214	316	433
其他	49	18	23	30	所得税	15	34	50	68
资产总计	1,186	1,513	1,841	2,443	净利润	79	180	266	364
流动负债	690	867	953	1,227	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	324	306	315	311	归属母公司净利润	79	180	266	364
应付款项	194	460	535	806	EBITDA	562	889	1,189	1,580
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.18	2.70	3.99	5.46
其他	172	102	103	111	主要财务比率				
非流动负债	28	4	5	4		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	28	4	5	4	营业收入	43.6%	69.7%	36.6%	33.7%
负债合计	718	871	958	1,231	营业利润	58.6%	128.0%	48.4%	36.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	71.0%	128.9%	48.0%	36.8%
归属母公司股东权益	469	642	883	1,212	获利能力				
负债和股东权益	1,186	1,513	1,841	2,443	毛利率	24.8%	28.4%	29.6%	30.0%
					净利率	8.5%	11.5%	12.4%	12.7%
					ROE	17.3%	32.4%	34.9%	34.8%
					ROIC	59.2%	78.4%	83.1%	87.0%
					偿债能力				
					资产负债率	60.5%	57.6%	52.0%	50.4%
					净负债比率	153.2%	135.7%	108.4%	101.6%
					流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
					速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	1.2	1.3	1.3
					应收帐款周转率	12.1	14.0	13.2	12.9
					应付帐款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7
					每股指标(元)				
					每股收益	1.18	2.70	3.99	5.46
					每股经营现金	-0.12	-0.36	0.03	-0.07
					每股净资产	7.03	9.62	13.24	18.18
					估值比率				
					P/E	81.6	35.6	24.1	17.6
					P/B	13.7	10.0	7.3	5.3
					EV/EBITDA	11.7	7.4	5.5	4.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>