

# 露营市场持续高景气，Q2 大牧营收同增 324%

## 事件

公司发布 2022 年半年报：2022 年上半年营收 8.67 亿元/+61.3%，归母净利润 1.13 亿元/+111.8%，扣非归母净利润 1.10 亿元/+138%；经营活动现金流净额 0.49 亿元(去年同期为-0.26 亿元)，EPS（基本）为 1.7 元/+112.5%。

## 简评

22Q2 国内露营市场高景气度下，大牧（帐篷及露营装备）业务实现高速增长。22Q2 公司营收 5.40 亿元/+64.7%，分业务来看，国内自主品牌营收 2.53 亿元/+234.4%，其中大牧营收 2.40 亿元/+324.1%，小牧营收 1,253 万元/-33.9%。外销营收 2.87 亿元/+13.8%。分渠道来看，大牧线上、线下渠道营收 1.18 亿元/+309.4%、1.23 亿元/+339.4%。大牧首家线下门店于 6 月在宁波开业。小牧直营、加盟渠道营收 541 万元/-15.0%，713 万元/-43.5%；门店数较 21 年底-4、-10 家。

22Q2 各项业务毛利率提升+大牧占比增加带动下，公司整体盈利能力明显改善。22Q2 公司毛利率为 28.3%，同比+5.4PCT；环比+2.9PCT。其中大牧为 35.8%，同比+1.9PCT；环比+1.0PCT。小牧为 41.9%，同比+5.9PCT；环比+3.0PCT。外销业务为 21.5%，同比+2.1PCT；环比+0.04PCT。同时大牧业务占比提升（从 21 年的 24% 升至 44%）也明显带动公司整体毛利率改善。费用率方面，22Q2 销售、管理、研发费用率分别为 4.1%、4.7%、1.4%，同比+0.64、+1.08、-0.34PCT。毛利率大幅提升带动下，22Q2 公司净利率为 13.0%/+3.1PCT。

22H2 与知名露营动漫《摇曳露营》联名产品即将上市，重点布局中秋及国庆假期销售，7 月最新淘宝系电商销售数据保持高增。根据魔镜数据，牧高笛 7 月淘宝系品牌单月销售额同增 153%（6 月为同增 187.6%），淡季仍保持高速增长。随着立秋后气温逐渐下降，露营即将迎来中秋及国庆假期带动下的下半年旺季，后续建议重点关注公司中秋及国庆假期销售表现。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年营收为 15.8、21.3、27.5 亿元，同增 70.7%、34.9%、29.1%；归母净利润为 1.84、2.52、3.27 亿元，同增 134%、37.2%、29.4%，对应 PE 为 36、27、21 倍，维持“买入”评级。（2022/8/9 收盘价）。

风险提示：露营热度消退、竞争加剧。

## 牧高笛 (603908.SH)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号:S1440519030001

SFC 中央编号:BOT812

发布日期：2022 年 08 月 10 日

当前股价：100.31 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

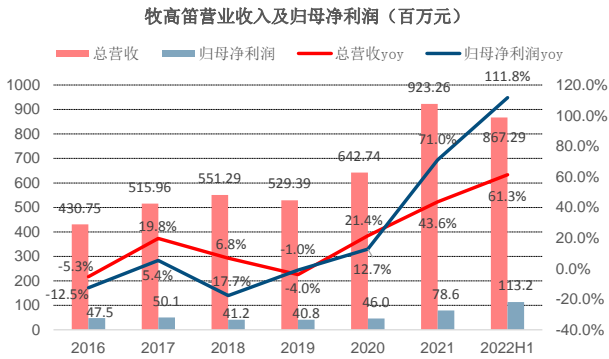
1 个月	3 个月	12 个月
7.28/10.52	43.96/35.77	326.85/332.95
12 月最高/最低价 (元)		106.54/24.22
总股本 (万股)		6,669.00
流通 A 股 (万股)		6,669.00
总市值 (亿元)		66.90
流通市值 (亿元)		66.90
近 3 月日均成交量 (万)		184.12
主要股东		
宁波大牧投资有限公司		53.14%

### 股价表现



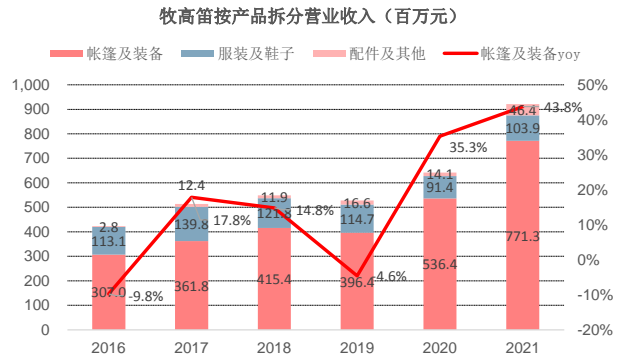
### 相关研究报告

图表1：牧高笛营业收入（百万元）



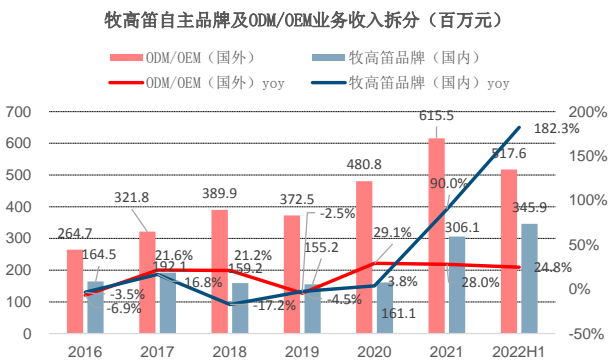
资料来源：公司公告、中信建投

图表2：牧高笛按产品拆分营业收入（百万元）



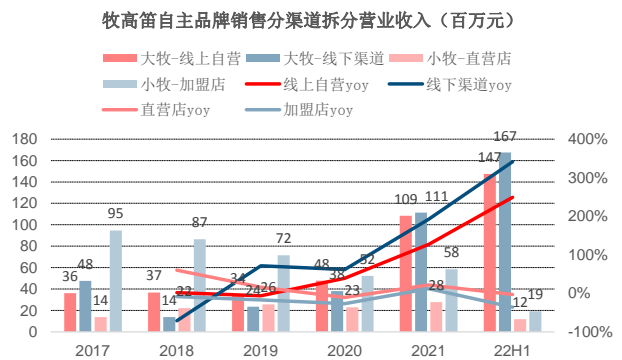
资料来源：公司公告、中信建投

图表3：牧高笛自主品牌及代工业务收入拆分（百万元）



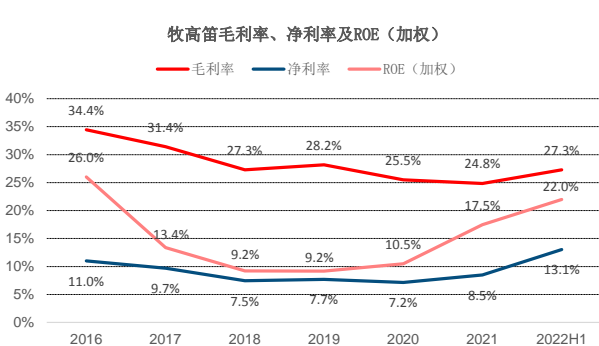
资料来源：公司公告、中信建投

图表4：牧高笛自主品牌营收分渠道拆分（百万元）



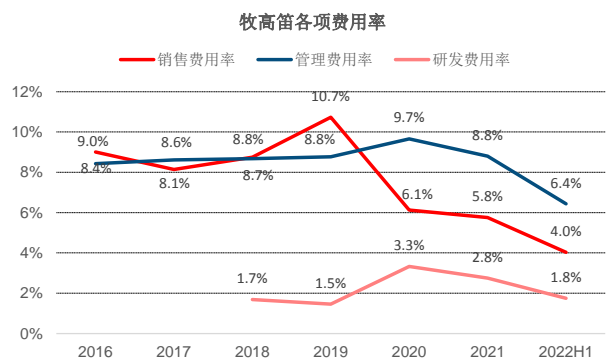
资料来源：公司公告、中信建投

图表5：牧高笛毛利率、净利率及ROE（加权）



资料来源：公司公告、中信建投

图表6：牧高笛各项费用率



资料来源：公司公告、中信建投

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	918	1,077	1,867	2,070	2,710
现金	240	171	538	726	937
应收票据及应收账款合计	67	85	140	183	243
其他应收款	3	5	8	10	14
预付账款	12	21	35	40	56
存货	301	531	882	848	1,196
其他流动资产	296	264	264	264	264
<b>非流动资产</b>	58	109	101	120	138
长期投资	-	10	10	10	10
固定资产	33	39	71	91	110
无形资产	11	11	10	9	8
其他非流动资产	14	50	10	10	10
<b>资产总计</b>	976	1,186	1,967	2,190	2,849
<b>流动负债</b>	530	690	1,386	1,431	1,843
短期借款	289	324	807	772	959
应付票据及应付账款合计	196	301	521	602	821
其他流动负债	45	65	58	57	63
<b>非流动负债</b>	6	28	28	28	28
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	6	28	28	28	28
<b>负债合计</b>	536	718	1,414	1,458	1,871
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	67	67	67	67	67
资本公积	229	229	229	229	229
留存收益	144	173	216	276	353
归属母公司股东权益	440	469	554	732	977
<b>负债和股东权益</b>	976	1,186	1,967	2,190	2,849

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	18	-55	-3	319	126
净利润	46	79	184	252	327
折旧摊销	7	8	9	12	15
财务费用	9	8	19	24	28
投资损失	-7	-17	-10	-10	-11
经营性应收项目的减少	-52	-94	-69	-48	-77
经营性应付项目的增加	37	177	226	80	226
其他经营现金流	15	-38	-136	89	-156
<b>投资活动现金流</b>	-91	25	-27	-20	-21
资本支出	8	14	513	-16	205
长期投资	-82	47	-	-	-
其他投资现金流	-165	86	486	-36	184
<b>筹资活动现金流</b>	234	-37	-288	-52	-51
短期借款	289	35	-201	24	29
长期借款	-	-	-	-	-
普通股增加	-	-	-	-	-
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-55	-72	-87	-76	-81
<b>现金净增加额</b>	157	-69	-318	248	54

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	643	923	1,576	2,127	2,746
营业成本	479	694	1,130	1,514	1,942
营业税金及附加	3	3	8	9	11
销售费用	39	53	102	155	214
管理费用	41	56	82	108	137
研发费用	21	25	43	59	76
财务费用	9	8	19	24	28
资产减值损失	-10	-12	-10	-25	-33
公允价值变动收益	8	2	2	2	2
其他收益	4	3	5	5	4
投资净收益	7	17	10	10	11
<b>营业利润</b>	59	93	217	299	388
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	59	93	219	300	388
所得税	13	15	35	47	61
<b>净利润</b>	46	79	184	252	327
少数股东损益	-	-	-	-	-
<b>归属母公司净利润</b>	46	79	184	252	327
EBITDA	76	116	251	340	431
EPS (元)	0.69	1.18	2.76	3.78	4.90

**主要财务比率**

0

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.4	43.6	70.7	34.9	29.1
营业利润(%)	11.4	58.6	133.1	37.5	29.6
归属于母公司净利润(%)	12.7	71.0	134.0	37.2	29.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.5	24.8	28.3	28.8	29.3
净利率(%)	7.2	8.5	11.7	11.9	11.9
ROE(%)	10.5	16.8	31.1	31.9	30.6
ROIC(%)	25.5	24.2	33.5	47.3	41.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.9	60.5	71.9	66.6	65.7
净负债比率(%)	11.2	34.3	45.4	5.8	2.1
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	12.3	12.1	14.0	13.2	12.9
应付账款周转率	3.6	4.2	4.1	3.9	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.18	2.76	3.78	4.90
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-1.43	-0.04	4.78	1.89
每股净资产(最新摊薄)	6.60	7.03	8.88	11.88	15.98
<b>估值比率</b>					
P/E	145.5	85.1	36.4	26.5	20.5
P/B	15.2	14.3	11.3	8.4	6.3
EV/EBITDA	85.3	57.2	26.7	19.1	15.0

资料来源:公司公告、中信建投预测

## 分析师介绍

叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，[yele@csc.com.cn](mailto:yele@csc.com.cn)

## 研究助理

魏中泰

18518549766

[weizhongtai@csc.com.cn](mailto:weizhongtai@csc.com.cn)

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
弱于大市		相对跌幅 10% 以上	

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务  
 中心 B 座 22 层  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk