

# 牧高笛 (603908.SH)

## 产品与渠道联动策略延续，大牧驱动增收增利

增持

### 核心观点

**牧高笛公布 2022 年中报业绩，收入利润同比实现高增长。**公司上半年实现营收 8.67 亿 (+61.3%)；归母净利润 1.13 亿元 (+111.8%)，较 7 月的业绩预增公告低 17 万元；扣非归母净利润 1.10 亿元 (+138%)。分季度看，公司 2Q22 实现营收 5.39 亿元 (+64.7%)，归母净利润 7639 万元 (+137.1%)，扣非归母净利润 7882.6 万元 (+176.05%)。

**大牧销售额历史新高，IP 联名与上新等策略功不可没。**上半年公司的高增长主要体现在品牌业务上。具体来看：

1) 外销 (ODM/OEM) 与其他业务：1H22 实现收入 5.21 亿元 (+25.7%)；毛利率 21.5% (+0.53pct)。2Q22 实现收入 2.87 亿元，同比增长 13.8%。

2) 品牌业务：1H22 营收 3.46 亿元 (+182.3%)；毛利率 36% (+1.5pct)。分季度看 2Q22 实现收入 2.53 亿元，同比大增 234.4%，毛利率环比一季度提高 0.45pct。

主打露营装备的大牧 2022 年上半年实现收入 3.15 亿元，同比增长 280%，其中大牧线上自营渠道收入 1.47 亿元左右，同比增长 250%；大牧线下（专业装备分销与大客户）收入 1.67 亿元左右，同比增长 337.6%。2Q22 单季度大牧实现收入 2.4 亿，同比大增 324%，毛利率 35.8% 同比环比均有提高。公司精致露营产品收入在大牧的占比约 70%，持续的产品联名推广、上新等策略共同促成毛利率的提高。

**多重因素带来露营需求爆发式增长，推广渠道进一步丰富有利产品渗透。**创业者偏好、社交媒体推广与露营相关综艺等成为国内需求增长推手。公司推出 MobiVilla 山系露营服装品牌；联名 PANDAER（魅族）推出新品；开设首家大牧线下旗舰店让消费者体验露营生活。我们认为，公司在长期经营中形成了领先的产品设计理念，并借助品牌优势开展立体的产品推广，在露营需求火爆的市场环境下，公司能精准抓住行业先机，实现高增长。

**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：**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、盈利能力上表现突出，品牌收入占比快速提升与盈利能力改善叠加，22 年公司的净利润将翻倍增长。我们维持 22-24 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，采用分部估值法估值，对应当前市值 38、28、21.6X，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	1,549	2,067	2,659
(+/-%)	21.4%	43.6%	67.8%	33.4%	28.6%
净利润(百万元)	46	79	175	240	310
(+/-%)	12.7%	71.0%	122.5%	37.3%	29.2%
每股收益(元)	0.69	1.18	2.62	3.60	4.65
EBIT Margin	9.3%	10.0%	13.6%	14.2%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	16.8%	31.8%	35.0%	35.2%
市盈率 (PE)	145.5	85.1	38.3	27.9	21.6
EV/EBITDA	110.2	75.2	36.5	27.4	21.8
市净率 (PB)	15.21	14.28	12.15	9.76	7.60

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

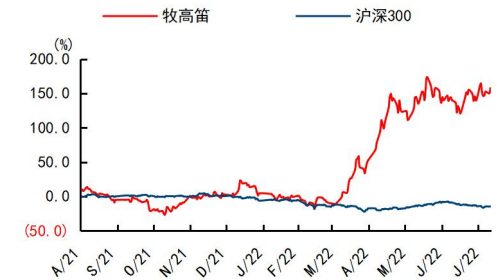
jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	100.31 元
总市值/流通市值	6721/6721 百万元
52 周最高价/最低价	107.97/23.29 元
近 3 个月日均成交额	166.48 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.SH) - 产品体系与渠道持续拓展，带动品牌高速增长》——2022-07-15

《牧高笛 (603908.SH) - 露营产品销售收入快速增长，品牌结构优化提高盈利能力》——2022-05-03

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

**牧高笛公告 2022 年半年报与主要经营数据。**公司上半年实现收入 8.67 亿（+61.3%）；归母净利润 1.13 亿元（+111.8%），较 7 月的业绩预增公告低 17 万元；扣非归母净利润 1.10 亿元（+138%）。

分季度看，公司 2022 营收 5.39 亿元（+64.7%），归母净利润 7639 万元（+137.1%），扣非归母净利润 7882.6 万元（+176.05%）。

图1：牧高笛半年度营业收入及增速（百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：牧高笛半年度归母净利润及增速（百万、%）



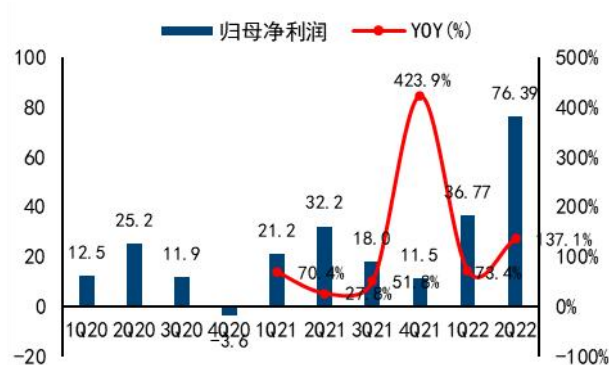
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：牧高笛单季度归母净利润及增速（百万、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**大牧销售额历史新高，IP 联名与上新等策略功不可没。**22 年上半年公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得增长，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：

1) 外销（ODM/OEM）与其他业务：1H22 实现收入 5.21 亿元，同比增长 25.7%；毛利率 21.5%，较去年同期提高 0.53pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.87 亿元，同比增长 13.8%。

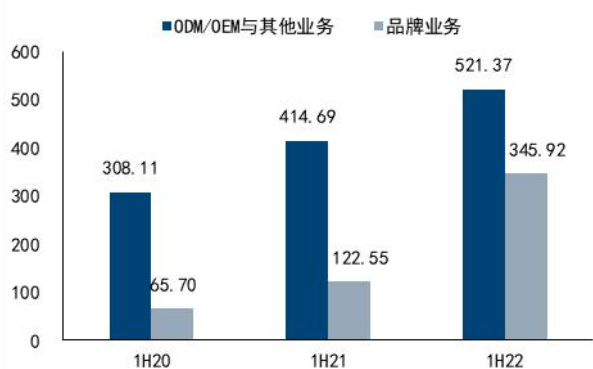
2) 品牌业务：1H22 实现收入 3.46 亿元，同比大增 182.3%；毛利率 36%，较去年同期提高 1.5pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.53 亿元，同比大增 234.4%，毛利率环比一季度提高 0.45pct。

公司的品牌业务目前仍由“小牧”与“大牧”组成。主打户外鞋服的小牧 22 年上

半年实现收入 3103 万元，同比减少 21.7%；其中直营店创收 1183 万元同比减少 3%，加盟店贡献 1921 万元同比减少 30%。小牧 Q2 单季度实现收入 1253 万元，较去年同期减少 34%，直营店与加盟店收入分别减少 15%、43.5%。宁波 4 月疫情使公司线下订货会的开展受到影响；同时小牧以春秋、冬季款式服装为主，5-6 月气温开始升高为订货淡季，两原因叠加造成了小牧二季度营收下降较多。

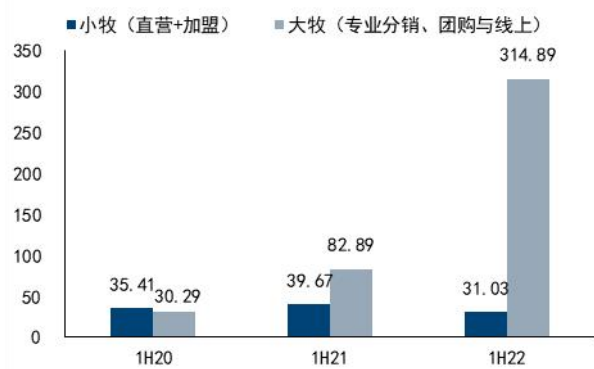
主打露营装备的大牧 2022 年上半年实现收入 3.15 亿元，同比增长 280%，其中大牧线上自营渠道收入 1.47 亿元左右，同比大增 250%；大牧线下（专业装备分销与大客户）收入 1.67 亿元左右，同比大增 337.6%。22 年二季度大牧实现收入 2.4 亿，同比大增 324%，毛利率 35.8%同比环比均有提高。公司精致露营产品收入在大牧的占比约 70%，持续的产品联名推广、上新等策略共同促成毛利率的提高。

图5：牧高笛上半年主营收入分拆（百万元）



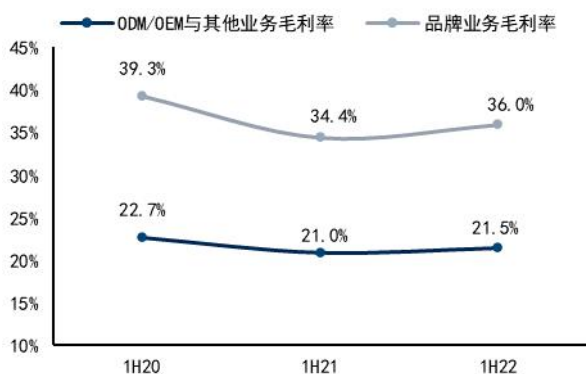
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：牧高笛上半年品牌业务收入分拆（百万元）



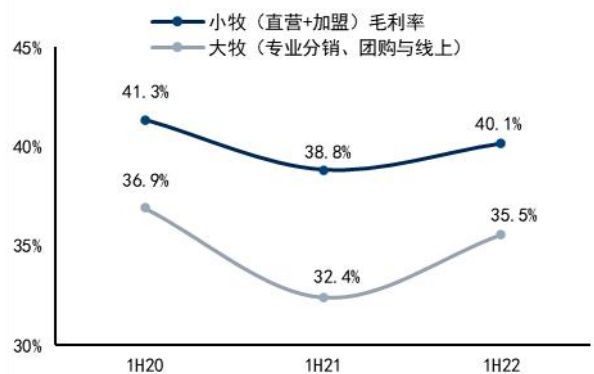
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：牧高笛上半年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8：牧高笛上半年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

### 多重因素带来露营需求爆发式增长，推广渠道进一步丰富有利产品渗透

疫情常态化背景下，中国户外经济兴起，消费升级驱动长途游向周边游过渡、传统露营向精致露营转型；创业者偏好、社交媒体推广与露营相关综艺等成为国内需求增长推手。据艾媒资讯预测，2022 年中国露营经济核心市场规模将达 1135

亿元，同比增长 51.8%；带动市场规模 5816 亿元，同比增长 52.6%。露营地经营前期的装修投入较少，投资回报周期比民宿短，同时价格比民宿更亲民，受创业者追捧。《一起露营吧》、《向往的生活第六季》、《追星星的人第二季》等真人综艺的上线为火热的露营再次升温。“去哪儿大数据”显示，“五一”期间露营相关产品预定量为去年 3 倍；飞猪平台上“五一”露营订单量环比增长超 350%；6 月小红书旅行热搜词中绝大部分为露营相关。

图9：6月小红书上旅行相关的热搜词



资料来源：微词云、国信证券经济研究所整理

图10：《2022年中国户外帐篷品牌排行榜 Top15》结果



资料来源：iiMedia Ranking 艾媒金榜、国信证券经济研究所整理

二季度内，公司关停 5 家小牧直营店与 18 家加盟店，并新开 1 家小牧直营店与 8 家加盟店。值得一提的是，6 月 1 日牧高笛在宁波开设了首家大牧线下旗舰店，让消费者实地体验露营生活。此外公司推出 MobiVilla 山系潮流露营服装品牌，继续丰富大牧产品体系；联名 PANDAER（魅族）推出新品。一方面提高线下店的经营效率，实现线上线下联动，另一方面也能看出公司对露营风口的把握并对大牧倾注了更多资源。我们认为，公司作为国内为数不多的露营品牌，在长期经营中形成了领先的产品设计理念，并借助品牌优势开展立体的产品推广，在露营需求火爆的市场环境下，公司能精准抓住行业先机，实现高增长。

**投资建议：维持盈利预测，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、盈利能力上表现突出，叠加品牌收入占比快速提升与盈利能力改善，22 年公司的净利润将翻倍增长。结合公司上半年品牌经营的超预期表现，我们预计年内公司 ODM/OEM 与品牌收入有望同比增长 32%/140%；推算两部分业务净利率约 12.2%/10.3%，对应净利润 9939/7559 万元。我们采用分部估值法进行估值，维持公司 2022-2024 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，对应当前市值分别为 38、28、21.6X，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	310	413	532	<b>营业收入</b>	<b>643</b>	<b>923</b>	<b>1549</b>	<b>2067</b>	<b>2659</b>
应收款项	70	91	147	197	253	营业成本	479	694	1123	1490	1912
存货净额	301	531	862	1145	1469	营业税金及附加	3	3	4	6	7
其他流动资产	30	40	68	91	117	销售费用	39	53	85	112	143
<b>流动资产合计</b>	<b>918</b>	<b>1077</b>	<b>1631</b>	<b>2090</b>	<b>2614</b>	管理费用	41	56	90	119	152
固定资产	35	39	36	42	47	研发费用	21	25	36	47	59
无形资产及其他	11	11	15	20	25	财务费用	9	8	11	14	17
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
<b>资产总计</b>	<b>976</b>	<b>1186</b>	<b>1743</b>	<b>2211</b>	<b>2745</b>	其他收入	(39)	(47)	(36)	(47)	(59)
短期借款及交易性金融负债	289	332	582	722	824	营业利润	59	93	211	293	383
应付款项	196	301	482	634	823	营业外净收支	(0)	0	0	0	0
其他流动负债	45	57	91	120	155	<b>利润总额</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>211</b>	<b>293</b>	<b>383</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>530</b>	<b>690</b>	<b>1155</b>	<b>1477</b>	<b>1801</b>	所得税费用	13	15	36	53	73
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>46</b>	<b>79</b>	<b>175</b>	<b>240</b>	<b>310</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>718</b>	<b>1192</b>	<b>1526</b>	<b>1865</b>	<b>净利润</b>	46	79	175	240	310
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	551	685	881	折旧摊销	6	6	5	5	6
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>976</b>	<b>1186</b>	<b>1743</b>	<b>2211</b>	<b>2745</b>	公允价值变动损失	(19)	(14)	0	0	0
						财务费用	9	8	11	14	17
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(17)	(169)	(181)	(160)	(168)
每股收益	0.69	1.18	2.62	3.60	4.65	其它	(5)	10	(10)	(1)	(1)
每股红利	0.82	0.90	1.39	1.58	1.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>(98)</b>	<b>(2)</b>	<b>86</b>	<b>149</b>
每股净资产	6.60	7.03	8.26	10.27	13.20	资本开支	0	(19)	(17)	(17)	(17)
ROIC	18%	20%	29%	27%	28%	其它投资现金流	(97)	33	0	0	0
ROE	10%	17%	32%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(97)</b>	<b>5</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>
毛利率	25%	25%	28%	28%	28%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	10%	14%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(55)	(60)	(93)	(106)	(115)
收入增长	21%	44%	68%	33%	29%	其它融资现金流	358	144	250	141	102
净利润增长率	13%	71%	122%	37%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>24</b>	<b>158</b>	<b>35</b>	<b>(13)</b>
资产负债率	55%	61%	68%	69%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>164</b>	<b>(69)</b>	<b>139</b>	<b>104</b>	<b>118</b>
息率	0.8%	0.9%	1.4%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	75	240	171	310	413
P/E	145.5	85.1	38.3	27.9	21.6	货币资金的期末余额	240	171	310	413	532
P/B	15.2	14.3	12.1	9.8	7.6	企业自由现金流	0	(104)	(18)	70	134
EV/EBITDA	110.2	75.2	36.5	27.4	21.8	权益自由现金流	0	41	223	199	221

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