

牧高笛 (603908)

22年中报点评：高盈利大牧成为主要增长引擎 买入（维持）

2022年08月10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）	93.60	41.19	30.63	23.74

投资要点

- 公司公布 2022 半年度报告：**22H1 营收 8.67 亿元/yoy+61.34%、归母净利 1.13 亿元/yoy+111.80%、符合业绩预告，利润增速高于收入主因毛利率同比+3.18pct 至 27.27%。分业务看，22H1 外销收入 5.18 亿元/yoy+24.81%、品牌业务收入 3.46 亿元/yoy+182.25%，国内露营火热带动品牌业务收入大增。分季度看，22Q1/Q2 收入分别同比+56.1%/+64.7%至 3.27/5.40 亿元，归母净利分别同比+73.4%/+137.1%至 3677/7639 万元，Q2 收入利润体量较大、且增长较 Q1 进一步提速。
- 露营行业方兴未艾，公司业绩持续验证。**不同平台数据显示，国内露营风潮在 20 年疫情催化下兴起后，22 年以来热度仍在快速上升：**1) 小红书：**20-22 年五一期间小红书平台“露营”搜索栏分别同比增长 290%/230%/746%；**2) 百度：**22 年“露营野餐”相关内容搜索热度同比上涨 121%；**3) 飞猪：**22 年五一期间露营订单量环比上月增长超 350%；**4) 携程：**22 年五一露营搜索热度环比上周增长 90%；**5) 同程：**22 年五一露营相关旅游搜索热度环比上周增长 117%；**6) 马蜂窝：**22 年五一各地露营相关搜索热度平均涨幅超过 130%。由此可见露营活动在受疫情催化加速渗透之外，已经逐渐成为一种休闲生活方式，这种行业趋势在 21 年以来公司大牧收入表现中得以充分体现：21H1/21H2/22H1 大牧收入分别同比增长 174%/146%/292%。我们认为公司充分享受行业增长主要得益于公司深耕露营装备多年，且持续跟踪把握消费者趋势、对产品进行多元化创新和拓展。
- 品牌业务持续高增，外销业务稳健增长。****1) 大牧：高基数下同比增长近三倍。**受益疫情下国内露营热度高涨，22H1 大牧收入 3.15 亿元/yoy+292%，其中 Q1/Q2 分别约 7442 万元/2.4 亿元、分别同比+184%/345%。大牧分渠道看，22H1 线上收入 1.47 亿元/yoy+249%、分销及大客户收入 1.67 亿元/yoy+341%。**2) 小牧：短期调整，长远看市场潜力较大。**小牧业务包含 2010 年推出的户外鞋服品牌 MOBI GARDEN URBAN 及 2021 年推出的山系露营服装品牌 MOBI VILLA。目前 URBAN 处调整期、VILLA 处起步期，22H1 小牧收入 3103 万元/yoy-27%，其中 Q1/Q2 分别同比-11%/-42%，Q2 下滑幅度较 Q1 加大，主因小牧以线下为主、Q2 销售受到国内疫情冲击，长期看小牧有望随露营行业持续增长迎来市场机会。**3) 外销：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+25%，其中 Q1/Q2 分别同比+44%/+12%，Q2 同比增幅有所回落，主因国内疫情影响交货、内销火爆对供应链提出更高要求。随疫情影响减弱，全年外销收入有望保持同比 25%以上增长。
- 盈利能力持续提升，存货受备货影响有所增加。****1) 毛利率&净利率：**受益于规模效应、产品结构优化、产品力及品牌力提升，22H1 外销及品牌业务毛利率均有明显改善、分别同比提升 0.44pct/1.50pct 至 21.48%/35.95%。此外，在毛利率较高的品牌业务占比显著提升（从 21H1 的 23%升至 22H1 的 40%）带动下，22H1 公司整体毛利率同比+3.28pct 至 27.39%，结合期间费用率同比-0.43pct，归母净利率同比+3.11pct 至 13.05%。分季度看，22Q1/Q2 毛利率分别为 25.49%/28.35%，归母净利率分别为 11.23%/13.92%、改善趋势明显，我们预计随品牌业务持续增长，盈利水平仍有进一步提升空间，公司业绩弹性较大。**2) 存货：**截至 22H1 末公司存货 5.35 亿元、同比+105%，其中外销存货增加主因 Q2 疫情导致运输不畅、我们预计随国内疫情影响减弱、Q3 相关库存将有所改善；内销存货增加则主因市场需求火爆、公司加大备货。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内露营装备龙头，疫情后受益于国内露营市场火爆，公司业绩表现持续靓丽。22 年以来公司在产品端持续把握消费者趋势、推出多元化创新精致露营产品，品牌端突破不同圈层进行宣传（小红书、IP 联名、汽车品牌合作等），渠道端 22 年 6 月在宁波开设第一家大牧直营店、未来有望进一步发力大牧线下渠道。公司未来将围绕“露营+”概念，推动精致露营进入大众生活。维持预测 2022-24 年归母净利润 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 41/31/24X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内疫情反复、市场竞争加剧、股东减持等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	110.34
一年最低/最高价	24.42/110.34
市净率(倍)	14.11
流通 A 股市值(百万元)	7,358.57
总市值(百万元)	7,358.57

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.82
资产负债率(% ,LF)	61.77
总股本(百万股)	66.69
流通 A 股(百万股)	66.69

相关研究

《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》

2022-07-16

《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

表1：2022H1 牧高笛品牌业务收入、毛利率及门店按业务、按渠道分布情况

	收入(百万元)	YOY	占品牌业务收入比重	毛利率	YOY	门店数	门店增减
品牌业务收入	345.92	182.25%	100.00%	35.95%	+1.5pct	213	-13
分业务							
小牧直营店	11.83	-3.25%	3.42%	51.97%	+4.54 pct	26	-4
小牧加盟店	19.21	-36.18%	5.55%	32.85%	+0.86 pct	186	-10
线上(自营)	147.45	248.81%	42.63%	39.42%	+2.17 pct	/	/
大牧线下	167.43	341.04%	48.40%	32.12%	+3.01 pct	1	1
分渠道							
线上销售	147.45	248.81%	42.63%	39.42%	+2.17 pct	/	/
线下销售	198.47	147.21%	57.37%	33.37%	+0.39 pct	213	-13

备注：大牧指公司露营装备及周边的品牌产品，小牧指公司户外鞋服品牌产品。大牧线下包括专业装备分销渠道、大客户渠道(含团购)、装备直营大店渠道(鉴于公司装备直营大店目前仅一家且6月份才开始试营业，中报计入大牧线下口径)。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

牧高笛三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	93.60	41.19	30.63	23.74
营运资本变动	-161	-234	-39	-280	P/B(现价)	15.71	12.53	8.89	6.47

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>

