

**牧高笛发布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现收入 8.67 亿元/yoy+61.34%；实现归母净利润 1.13 亿元/yoy+111.80%，归母净利增速高于收入增速，业绩实现高质量增长，主要源于高毛利品牌业务大幅增长带动整体毛利率提升。2022H1 外销(OEM/ODM)/内销(品牌业务)分别实现收入 5.18/3.46 亿元，同比分别+24.81%/+182.25%

**品牌业务：大牧小牧表现分化，大牧增长近 300%。**品牌业务中，2022H1 大牧(露营装备)与小牧(户外服饰)销售表现明显分化，大牧销售收入 3.15 亿元/yoy+292.45%，小牧销售收入 0.31 亿元/yoy-26.67%。**(1) 大牧于露营热潮下继续受益，增长加速。**分渠道看，2022H1 大牧线上/线下渠道分别实现收入 1.47/1.67 亿元，同比分别增长 249%/341%；分季度看，大牧 2022Q1/Q2 分别实现收入 0.74/2.40 亿元，同比分别增长 184%/345%，增长逐季加速、表现优异。随大牧不断通过推新、联名等方式提振品牌声量，露营市场品牌认知度提升，大牧露营装备销售增长具备较强确定性。**(2) 小牧倚重线下渠道，受疫情影响较为明显。**分经营模式看，2022H1 小牧直营/加盟分别实现收入 0.12/0.19 亿元，同比分别-3%/-36%；分季度看，小牧 2022Q1/Q2 分别实现收入 0.19/0.13 亿元，同比分别-11%/-42%。由于小牧销售渠道均为线下，因此受疫情冲击更为直接，在疫情较为严重的 Q2 销售下滑幅度较 Q1 更为明显。2022 年，小牧推出子品牌 MOBI VILLA，主打山系潮流露营服装，更符合年轻消费群体喜好，有望在露营高热度下受益，带动小牧品牌销售。

**外销业务：持续稳健增长显示供应链优势。**2022H1 外销(OEM/ODM)实现收入 5.18 亿元，同比增长 24.81%，分季度看，2022Q1/Q2 分别实现收入 2.34/2.83 亿元，同比分别增长 44%/12%。自疫情出现以来，海外户外露营热度高居不下，考虑出口业务具备季节性，上半年为出口销售旺季，后续销售可能有所回落，但需求依旧稳定。

**牧高笛线上平台高增趋势继续维持，可期待秋季露营潮再起。**根据魔镜数据，以天猫平台为例，牧高笛品牌 4-6 月销售额增长依然强劲，增速分别高达 242%/199%/191%，Q2 上海疫情导致的封控、物流受阻并未冷却露营消费热情。7 月牧高笛天猫销售额同比增长 109%，考虑电商大促虹吸作用叠加高温天气导致销售增速略有下滑，可期待 7-8 月淡季过后，秋季天气转凉进入户外远足旺季，叠加中秋、国庆假期，可期待露营热潮再次兴起。

**投资建议：**牧高笛为国内露营龙头品牌，疫情冲击背景下收入高增验证露营热度持续且公司品牌力不断加强，随公司持续开展大牧品牌建设，并开拓小牧新产品线，业绩高速增长具备确定性。我们预测 2022-2024 年归母净利润分别 1.70/2.44/3.14 亿元，分别同增 116.7%/43.4%/28.4%，对应 PE 分别 43/30/23X，维持“推荐”评级。

**风险提示：**疫情反复影响出行、露营热度回落、品牌力建设不及预期、海外消费不佳影响出口。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	923	1464	2092	2784
增长率(%)	43.6	58.6	42.9	33.1
归属母公司股东净利润(百万元)	79	170	244	314
增长率(%)	71.0	116.7	43.4	28.4
每股收益(元)	1.18	2.55	3.66	4.70
PE	94	43	30	23
PB	15.7	12.7	9.8	7.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测(注: 股价为 2022 年 8 月 10 日收盘价)

#### 推荐

维持评级

当前价格:

110.34 元



#### 分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

#### 分析师 辛泽熙

执业证书: S0100521100001

电话: 15000036033

邮箱: xinzexi@mszq.com

#### 相关研究

1. 露营行业深度报告：“身困疫情，心向山野”，露营装备及户外游市场蓄势待发

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	923	1464	2092	2784
营业成本	694	1050	1498	2011
营业税金及附加	3	5	7	10
销售费用	53	88	128	173
管理费用	56	89	128	171
研发费用	25	42	64	86
EBIT	82	190	267	333
财务费用	8	3	5	2
资产减值损失	-12	-13	-13	-14
投资收益	17	22	32	43
营业利润	93	202	290	372
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	93	203	290	373
所得税	15	32	46	59
净利润	79	170	244	314
归属于母公司净利润	79	170	244	314
EBITDA	99	205	282	348

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171	179	188	249
应收账款及票据	85	124	166	205
预付款项	21	31	46	64
存货	531	763	1082	1419
其他流动资产	269	238	210	188
流动资产合计	1077	1335	1692	2125
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	39	35	34	32
无形资产	11	11	11	11
非流动资产合计	109	106	104	103
资产合计	1186	1441	1796	2228
短期借款	324	320	313	300
应付账款及票据	301	428	587	771
其他流动负债	65	88	119	153
流动负债合计	690	836	1019	1224
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	28	26	24	22
非流动负债合计	28	26	24	22
负债合计	718	862	1043	1246
股本	67	67	67	67
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	469	579	753	982
负债和股东权益合计	1186	1441	1796	2228

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	43.64	58.60	42.88	33.07
EBIT 增长率	57.81	131.21	40.68	24.77
净利润增长率	70.99	116.67	43.41	28.44
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	24.83	28.32	28.40	27.77
净利润率	8.51	11.63	11.68	11.27
总资产收益率 ROA	6.63	11.82	13.60	14.08
净资产收益率 ROE	16.78	29.43	32.44	31.95
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.56	1.60	1.66	1.74
速动比率	0.76	0.65	0.55	0.52
现金比率	0.25	0.21	0.18	0.20
资产负债率 (%)	60.51	59.82	58.07	55.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	33.74	31.00	29.00	27.00
存货周转天数	279.29	270.00	267.00	260.00
总资产周转率	0.78	1.02	1.16	1.25
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.18	2.55	3.66	4.70
每股净资产	7.03	8.68	11.29	14.72
每股经营现金流	-0.83	0.51	0.66	1.68
每股股利	0.90	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	94	43	30	23
PB	15.7	12.7	9.8	7.5
EV/EBITDA	75.99	36.64	26.67	21.34
股息收益率 (%)	0.82	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	79	170	244	314
折旧和摊销	17	16	15	15
营运资金变动	-161	-153	-206	-196
经营活动现金流	-55	34	44	112
资本开支	-13	-11	-12	-13
投资	37	40	35	30
投资活动现金流	25	51	56	60
股权募资	0	0	0	0
债务募资	35	-6	-9	-15
筹资活动现金流	-37	-78	-91	-111
现金净流量	-69	8	9	61

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026