

牧高笛(603908)

报告日期: 2022年08月10日

22H1 高增之下利润率快速上行, H2 仍值得期待

——牧高笛点评报告

投资要点

□ 22年中报业绩再超预期, 利润率大幅上行

公司发布 2022 年中报: 22H1 实现营业收入 8.67 亿元 (+61%), 归母净利润 1.13 亿元 (+112%), 扣非净利润 1.10 亿元 (+138%)。单 Q2 收入 5.40 亿元 (+65%), 归母净利润 7639 万元 (+137%), 环比 Q1 大幅增长。

Q2 公司整体毛利率 28.3% (+5.4pct), 净利率 14.1% (+4.3pct), 除了由于两块业务各自利润率有所改善之外, 还极大受到产品结构变化的影响——毛利率更高的品牌业务收入占比由去年同期的 23% 提升至 47%。

□ 外销业务 Q2 增速略有回落, 不改全年增长预期

22H1 外销 (OEM/ODM) 业务收入 5.18 亿 (+25%), 单 Q2 收入 2.83 亿 (+12.5%), 符合全年订单预期。22H1 外销业务毛利率为 20.9% (与去年同期基本持平), 净利润约 6635 万元 (+38%), 对应净利率约为 12.8% (+1.2pct), 同比略有提升主要是由于二季度以来人民币贬值带来了约 695 万元汇兑收益 (而去年汇兑损失 98 万元)。

由于公司 80% 以上的外销收入来自北半球的欧洲及亚洲, 因此每年的 Q1、Q2 为出货旺季, 预计下半年进入淡季后, 收入规模环比将明显下降, 但根据目前订单情况 (公司订单周期约 6-9 个月, 可见度较高), 预计下半年同比仍能保持 25% 左右的增速。

□ 内销业务 Q2 爆发式增长, 下半年仍有较多看点

22H1 内销 (自主品牌) 业务收入 3.46 亿 (+182%), 单 Q2 收入 2.53 亿 (+234%)。其中:

- 1) **大牧品牌:** 充分受益于 Q2 以来国内持续高涨露营热潮, Q2 线上自营渠道收入 1.18 亿 (+309%), 分销及团购渠道收入 1.23 亿 (+339%), 相比 Q1 的 119%/253% 的高增速进一步提速。
- 2) **小牧品牌:** 鞋服产品受本轮露营热潮的带动效果较小, 且全线下渠道结构受到疫情冲击较大, Q2 小牧收入下滑 32% 至 1253 万元, 其中直营/加盟收入分别下滑 15%/44%。

22H1 自主品牌业务毛利率为 36.0% (+1.5pct), 净利润约 4681 万元 (+802%), 对应净利率 13.5% (+9.3pct), 利润率大幅提升, 一方面是由于高毛利的精致露营产品的占比持续提升, 另一方面是由于收入爆发式增长后, 费用投入增长存在滞后性, 费用率短期内下降明显。

尽管冬季并非露营活动旺季, 但十一长假、双十一线上大促对露营帐篷装备销量带动较大, 且秋冬款鞋服平均单价较高, 因此 Q4 一般为全年自主品牌销售额最高的季度。我们预计下半年品牌业务收入将超过上半年, 但同比增速预计较 Q2 有所回落。

□ 盈利预测与估值

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 37/25/18 倍, 维持“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

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

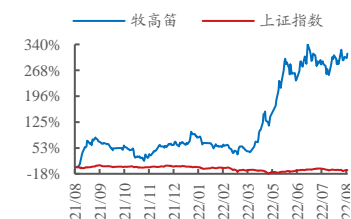
研究助理: 邹国强

zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 100.31
总市值(百万元)	6,689.67
总股本(百万股)	66.69

股票走势图



相关报告

1 《【浙商纺服】牧高笛深度: 精致露营乘风而起, “移动花园”精准卡位》2022.08.05

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	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	85.1	37.2	25.1	18.4

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,077	1,438	1,762	2,360
现金	171	156	213	371
交易性金融资产	244	234	252	243
应收账款	85	139	186	258
其它应收款	5	5	4	4
预付账款	21	43	57	47
存货	531	846	1,032	1,419
其他	20	15	18	18
非流动资产	109	75	79	84
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	39	37	35	33
无形资产	11	11	11	10
在建工程	0	0	0	0
其他	49	18	23	30
资产总计	1,186	1,513	1,841	2,443
流动负债	690	867	953	1,227
短期借款	324	306	315	311
应付款项	194	460	535	806
预收账款	0	0	0	0
其他	172	102	103	111
非流动负债	28	4	5	4
长期借款	0	0	0	0
其他	28	4	5	4
负债合计	718	871	958	1,231
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	469	642	883	1,212
负债和股东权益	1,186	1,513	1,841	2,443

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	923	1,567	2,141	2,863
营业成本	694	1,122	1,508	2,004
营业税金及附加	3	6	8	10
营业费用	53	95	125	167
管理费用	56	95	128	171
研发费用	25	44	63	81
财务费用	8	19	20	24
资产减值损失	(12)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	2	2	3	4
投资净收益	17	10	10	10
其他经营收益	3	5	5	4
营业利润	93	213	316	432
营业外收支	0	1	1	0
利润总额	93	214	316	433
所得税	15	34	50	68
净利润	79	180	266	364
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	79	180	266	364
EBITDA	562	889	1,189	1,580
EPS (最新摊薄)	1.18	2.70	3.99	5.46

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	43.6%	69.7%	36.6%	33.7%
营业利润	58.6%	128.0%	48.4%	36.9%
归属母公司净利润	71.0%	128.9%	48.0%	36.8%
获利能力				
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
应收账款周转率	12.1	14.0	13.2	12.9
应付账款周转率	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	85.1	37.2	25.1	18.4
P/B	14.3	10.4	7.6	5.5
EV/EBITDA	12.2	7.7	5.7	4.2

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(55)	(234)	23	(80)
净利润	79	180	266	364
折旧摊销	6	6	6	6
财务费用	13	19	20	24
投资损失	(17)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(161)	(411)	(245)	(448)
其它	24	(17)	(15)	(17)
投资活动现金流	25	225	59	274
资本支出	14	11	3	3
长期投资	10	0	0	0
其他	2	214	56	271
筹资活动现金流	(37)	(7)	(25)	(35)
短期借款	324	306	315	311
长期借款	0	0	0	0
其他	(361)	(313)	(340)	(346)
现金净增加额	(69)	(15)	57	158

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“本公司”）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>