

牧高笛 (603908.SH)

露营赛道佼佼者，迎户外景气腾飞

牧高笛是户外露营赛道龙头，行业景气助推业务增长。公司深耕露营帐篷产品，并扩充服装鞋类、装备配件等多品类，业务模式包括：OEM及ODM代工（2022H1收入占比60%）、自有品牌（2022H1收入占比40%）。国内外露营需求增长，2021年公司收入+44%至9.2亿元/业绩+71%至0.8亿元，2022H1收入+61%至8.7亿元/业绩+112%至1.1亿元。其中核心品类帐篷及装备2021年销售占比超80%，销量超300万件。

国内外户外市场特征分化，但高景气趋同。1) 海外：户外运动渗透率高，参与露营等户外活动的人数及频次提升，带动相关装备的消费需求，驱动上游国内供应链订单，2021年我国帐篷等户外露营产品出口金额增长49.8%（较2019年增长60.5%）。2) 国内：专业露营受众有限，而精致露营作为门槛低、社交性强、体验性佳的大众娱乐休闲形式进入人群视野，市场需求火爆。据艾媒咨询数据，截至2021年10月中旬国内共有超3万家露营基地企业，在2020年和2021年分别新增超过8000家和超15000家。

代工业务：下游需求旺盛，合作头部品牌。公司外销产品以帐篷为主，主要销往欧洲及南半球国家，2021年/2022H1代工业务销售分别增长28%/25%至6.2/5.2亿元。1) 产能规模位于国内前列，当年年产帐篷200+万顶。当前公司拥有国内、孟加拉、越南三大生产基地，我们估算当前国内/海外产能占比分别约60%/40%。2) 第一大客户为迪卡侬，占外销收入超50%。头部品牌商产业合作关系趋于稳定，公司深耕赛道数十年、客户资源优渥。

自有品牌：迎“精致露营”东风，品牌业务腾飞。公司针对国内户外市场特征，梳理品牌定位与细分目标客户，构建“1+2”的品牌格局，打造生活方式品牌。2021年/2022H1自有品牌收入高速增长90%/182%至3.1/3.5亿元。1) 产品方面：公司围绕国内当前火热的“精致露营”的产品品类需求特征，敏锐把握市场需求并推出丰富产品线，2021年及2022年以来相关产品销售高速增长。2) 分拆渠道来看：①线上、专业户外店及团购渠道（大牧）2021年销售高速增长155.7%至2.20亿元，渠道占比提升至71.8%。②直营店/加盟店（小牧）收入近年表现稳定，2021年分别+21.8%/+11.8%至0.28/0.58亿元。

财务分析：业绩弹性大，盈利质量有望提升。1) 公司业务在2018及2019两年承受短期压力，行业景气带动公司2021年快速增长，国内业务增速更快。2021年公司营收/业绩分别高速增长44%/71%至9.2/0.8亿元。2) 近两年公司毛利率稳定在25%左右，未来随着业务结构变化有望稳中有升。3) 费用率预计基本平稳，盈利质量未来有望优化，2022年净利率预计11.5%。

投资建议：我们预测2022-2024年公司归母净利润为1.81/2.53/3.32亿元，同比分别增长130.1%/39.7%/31.5%。当前股价对应2023年PE为27倍，目标价对应2023年PE为33倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业景气波动风险；原材料价格波动风险；大客户订单波动风险；汇率波动风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	643	923	1,568	2,104	2,703
增长率 yoy (%)	21.4	43.6	69.8	34.2	28.5
归母净利润（百万元）	46	79	181	253	332
增长率 yoy (%)	12.7	71.0	130.1	39.7	31.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.69	1.18	2.71	3.79	4.98
净资产收益率 (%)	10.5	16.8	30.7	32.0	31.1
P/E (倍)	150.3	87.9	38.2	27.3	20.8
P/B (倍)	15.7	14.7	11.7	8.7	6.5

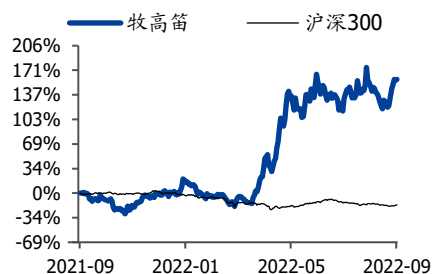
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年9月13日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	服装家纺
9月13日收盘价(元)	103.58
总市值(百万元)	6,907.75
总股本(百万股)	66.69
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.40

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号：S0680121070015

邮箱：houziye@gszq.com

相关研究

内容目录

1. 公司简介：户外露营赛道龙头.....	6
1.1 中国户外行业领军企业，2021 年增长迅速.....	6
1.2 股权结构稳定，实控人持股比例高.....	8
2. 户外行业：国内外市场特征分化，但高景气趋同.....	9
2.1 欧美户外运动渗透率高，下游市场带动国内上游出口.....	9
2.2 国内市场此前稳健增长，未来具备广阔空间.....	11
3. 代工业务：深耕细分赛道，下游需求旺盛，合作头部客户.....	13
3.1 产能：国际化产能持续扩张，年产帐篷超 200 万件.....	14
3.2 客户：合作迪卡侬等优质海外品牌，大客户集中度高.....	17
4. 自有品牌：迎“精致露营”东风，品牌业务腾飞.....	19
4.1 国内市场：精致露营火热出圈，适用人群广、市场空间大.....	19
4.2 产品：把握市场特征，丰富产品矩阵，打造生活方式品牌.....	23
4.3 渠道：营销加码，线上、专业户外店等销售高速增长.....	25
5. 财务分析及预测：受益行业红利，业绩有望高速攀升.....	29
5.1 收入：行业景气带动销售快速增长，国内业务弹性更大.....	29
5.2 盈利能力：过去表现平稳，未来有望优化.....	30
5.3 营运：存货周转优化，现金流有改善空间.....	33
6. 估值与投资建议.....	35
风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 2011-2021 年公司营业收入/归母净利润及 YOY (百万元, %)	6
图表 2: 2014-2021 年公司产品类别销售占比 (%)	6
图表 3: 近五年公司自有品牌毛利率及总收入占比变动 (%)	6
图表 4: 牧高笛发展大事记	7
图表 5: 2014-2021 年公司代工/品牌运营业务销售收入及 YOY (亿元, %)	7
图表 6: 牧高笛股权结构图	8
图表 7: 户外用品细分品类及示例	9
图表 8: 2019-2024E 全球户外用品电商市场情况 (亿美元, %)	10
图表 9: 2019 年全球户外运动用品电商市场分地区占比 (%)	10
图表 10: 2017-2025E 美国户外用品电商规模及 YoY (亿美元, %)	10
图表 11: 2017-2025 欧洲户外用品电商规模及 YoY (亿美元, %)	10
图表 12: 北美地区露营次数至少 1 次的家庭数变化及增速	10
图表 13: 2019 年 1 月至今我国帐篷等户外露营产品出口金额及增速 (亿美元, %)	11
图表 14: 2007-2019 年中国户外用品零售总额/出货总额及 YOY (亿元, %)	12
图表 15: 行业相关产业政策其主要内容	12
图表 16: 安踏体育集团旗下部分户外品牌	13
图表 17: Prada Outdoor 北京 SKP 限时店	13
图表 18: 2014-2021 年代工外销业务收入及增长情况 (百万元, %)	13
图表 19: 2021 年业务收入分地区分布 (%)	13
图表 20: 2014-2021 年公司帐篷类产品产量情况 (万顶, %)	14
图表 21: 公司产能梳理	15

图表 22: 2021 年牧高笛出口业务市占率 (%)	16
图表 23: 公司出口业务主要竞争对手基本情况	16
图表 24: 公司部分主要客户情况	17
图表 25: 2021 年客户迪卡侬占外销 (OEM 业务) 比例 (%)	17
图表 26: 2017-2021 年前五大客户销售额及 YOY 及占比 (百万元, %)	17
图表 27: 2015-2020 年迪卡侬营业收入及 YOY (亿欧元, %)	18
图表 28: 2015-2020 年迪卡侬供应商数量 (家)	18
图表 29: 代工业务收入拆分及预测表 (百万元, %)	18
图表 30: 2014-2021 年公司自有品牌收入规模及增速 (亿元, %)	19
图表 31: 牧高笛品牌 MOBI GARDEN	19
图表 32: 2014-2023 年中国露营营地市场规模数据与预测 (亿元, %)	20
图表 33: 2010-2021 年中国新增露营相关企业数量分析 (个)	20
图表 34: 户外用品细分品类及示例	20
图表 35: 综艺《一起露营吧》宣传海报	21
图表 36: 2021 年中国露营消费者获得露营资讯的渠道 (%)	21
图表 37: 2022 年中国白领群体露营方式倾向调查 (%)	22
图表 38: 中国露营市场规模拆分及测算	22
图表 39: 公司品牌矩阵及品牌定位	23
图表 40: 公司品牌矩阵及主要产品	23
图表 41: 2021 年中国露营消费者对露营配套设施要求调研 (%)	24
图表 42: 2021 年中国露营消费者选择的露营器械 (%)	24
图表 43: 公司精致露营场景相关产品示例	24
图表 44: LINE FRIENDS 联名产品及 REDesign 联名产品示例	24
图表 45: 公司垂直一体化经营模式流程	25
图表 46: 自有品牌业务 (国内) 分地区销售收入占比 (%)	25
图表 47: 自有品牌业务分渠道收入 (万元)	25
图表 48: 近五年公司线上销售营业收入及占比 (万元, %)	26
图表 49: 公司 4 月淘宝直播记录	26
图表 50: 公司各社交平台官网账号	26
图表 51: 公司开展的跨界活动及品牌活动	26
图表 52: 2014-2021 年公司加盟店及直营店店数 (个)	27
图表 53: 自有品牌业务各渠道收入占比 (%)	27
图表 54: 公司直营店/加盟店店均收入 (万元/家)	27
图表 55: 牧高笛全国首家线下旗舰店	27
图表 56: 自有品牌收入拆分及预测表 (百万元, %)	28
图表 57: 自有品牌收入及预测 (亿元, %)	28
图表 58: 自有品牌分渠道收入占比及预测 (%)	28
图表 59: 近五年公司营业收入及增长率 (亿元, %)	29
图表 60: 近五年公司归母净利润及增长率 (亿元, %)	29
图表 61: 2017-2024E 公司分业务类型销售收入及预测 (亿元, %)	30
图表 62: 2019-2024E 公司及分业务类别毛利率 (%)	30
图表 63: 2019-2024E 公司自有品牌业务占营业收入比例	30
图表 64: 2017-2021 年公司分产品品类毛利率 (%)	31
图表 65: 2021 年公司分产品品类毛利及成本构成 (%)	31
图表 66: 2018-2021 年公司帐篷产品成本构成 (%)	31
图表 67: 2016 年公司各类原材料采购占比 (%)	32
图表 68: 2018-2021 年全国涤纶长丝市场价 (元/吨)	32

图表 69: 2017-2021 年公司销售毛利率与销售净利率 (%)	32
图表 70: 2017-2021 年公司各项期间费用率 (%)	32
图表 71: 公司营业收入/归母净利润/毛利率/费用率/净利率情况及预测 (百万元, %)	33
图表 72: 近五年公司存货及其增长率 (亿元, %)	33
图表 73: 近五年存货周转天数及存货周转率 (天)	33
图表 74: 近五年公司应收账款及其增长率 (亿元, %)	34
图表 75: 近五年应收账款天数及应收账款周转率 (天)	34
图表 76: 近五年公司业绩及经营性现金流净额表现 (亿元)	34
图表 77: 公司绝对估值敏感性	35
图表 78: 可比公司估值表 (股价截至 2022/09/13)	35

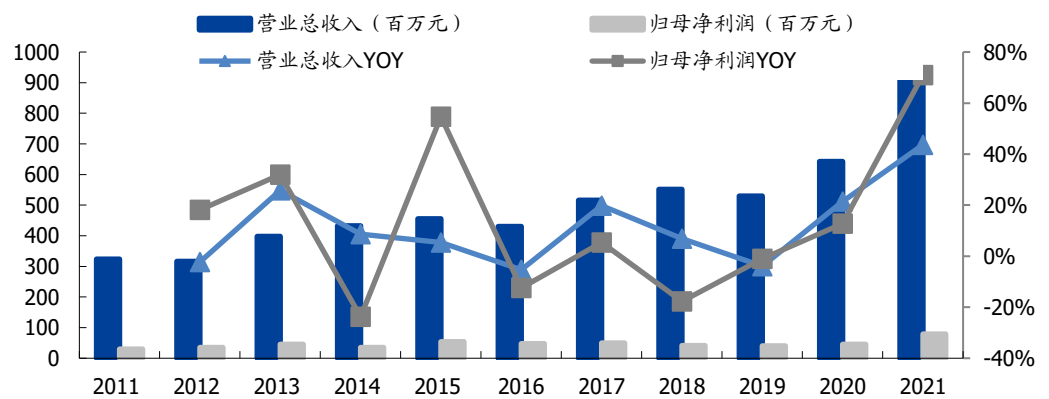
1. 公司简介：户外露营赛道龙头

1.1 中国户外行业领军企业，2021年增长迅速

牧高笛是中国户外行业领军企业，细分帐篷赛道龙头。公司深耕露营帐篷产品，并扩充服装鞋类、装备配件等多品类产品，构建完善户外产品矩阵。主要业务模式有二：1) 以OEM/ODM模式为迪卡侬、Mountainsmith等海外客户提供帐篷产品的开发设计和生产制造服务。2) 在代工业务稳步发展的基础上，公司通过自有品牌大牧及小牧为国内消费者提供优质户外产品。

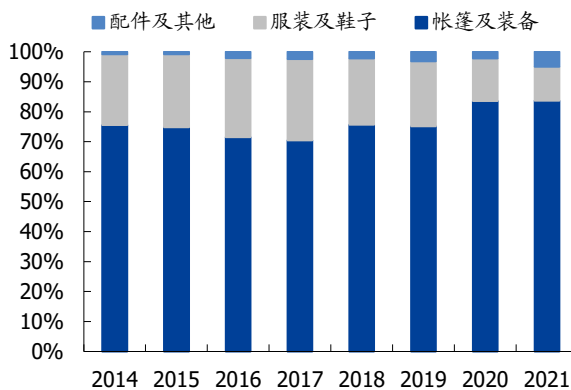
过往业务发展稳定，2022上半年表现优异。1) 2018-2020年公司营业收入分别为5.5/5.3/6.4亿元，业绩分别为0.4/0.4/0.5亿元，表现稳健。2) 2021年国内外露营需求增长，公司把握市场机遇实现快速增长，营收/业绩分别增长44%/71%至9.2/0.8亿元；其中代工业务/自有品牌业务分别同比增长28%/90%，占总收入比重分别为67%/33%。3) 2022年上半年露营市场仍在高速增长，2022H1公司收入+61%/业绩+112%，其中代工业务稳健发展，2022H1收入5.18亿元(+25%)；国内“精致露营”需求暴发，品牌业务2022H1收入3.46亿元(+182%)。

图表 1: 2011-2021 年公司营业收入/归母净利润及 YOY (百万元, %)



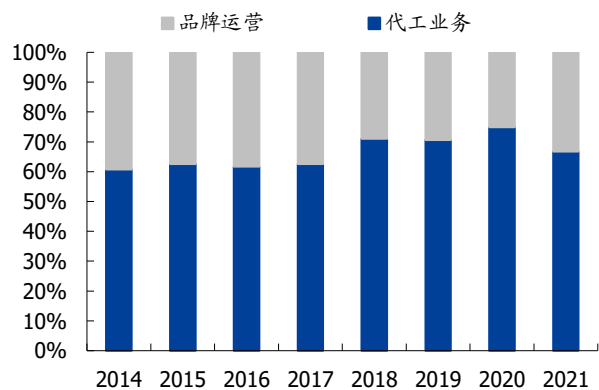
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 2014-2021 年公司产品类别销售占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 近五年公司自有品牌毛利率及总收入占比变动 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

发展历程：深耕帐篷赛道数十年，代工业务+自有品牌业务比翼齐飞。2003年，牧高笛品牌创立，其露营帐篷及装备产品在国内市场销售。2006年，浙江来飞户外用品股份有限公司注册成立，公司开始同时经营OEM/ODM业务与自有品牌业务。2009年，公司加强自有品牌业务拓展，启动牧高笛品牌的服装业务。2014年，公司更名为牧高笛户外用品股份有限公司。2017年牧高笛正式登陆主板上市，迈入全新发展征程。2018年，公司推动品牌策略升级，重新对品牌矩阵进行梳理定位，其中主品牌大牧定位为专业户外一线品牌，小牧定位为大众户外出行品牌。

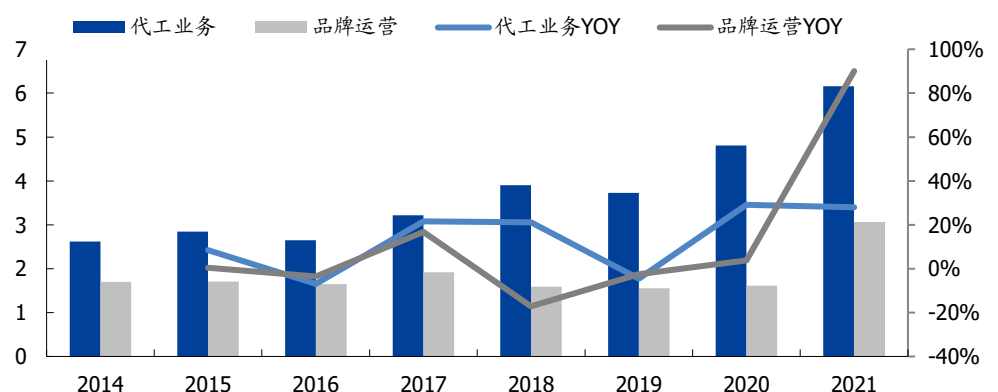
图表4：牧高笛发展大事记

年份	大事记
2003	牧高笛品牌露营帐篷及装备产品进入国内市场
2006	浙江来飞户外用品股份有限公司注册成立
2007	衢州天野生产基地成立
2009	启动牧高笛品牌服装业务
2011	签约著名影星何润东
2014	孟加拉生产基地投入运营 公司更名为牧高笛户外用品股份有限公司
2015	公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名达到第二位
2017	登陆主板上市 越南生产基地投入运营
2018	划分大牧（山标）品牌与小牧（鹿标）品牌分事业部运营，其中大牧面向专业户外人群，小牧面向泛户外人群
2021	公司收入/业绩表现出色，同比增长44%/71%至9.2/0.8亿元

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司业务经营模式主要有二：1) OEM及ODM代工（占比约三分之二），为海外户外运动品牌商提供产品制造服务。2) 自有品牌运营（占比约三分之一），在国内市场运营自有品牌大牧及小牧，为终端消费者提供优质户外产品。2021年国内外露营需求增长，OEM及ODM代工业务/自有品牌业务同比分别增长28%/90%，占总收入比重分别为67%/33%。

图表5：2014-2021年公司代工/品牌运营业务销售收入及YOY（亿元，%）



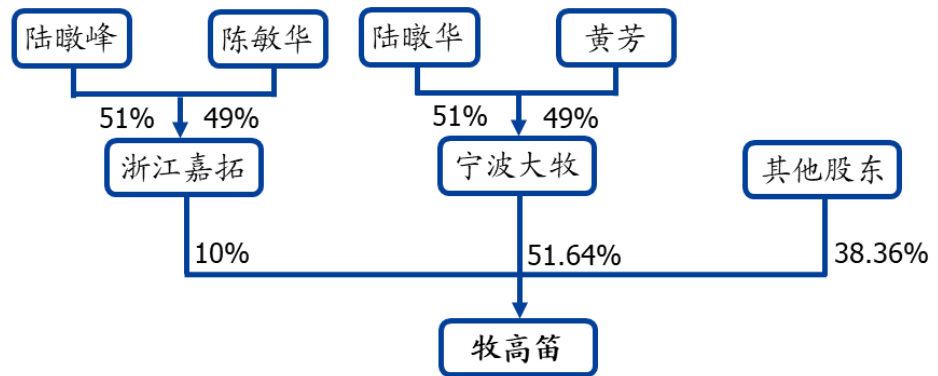
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，实控人持股比例高

公司股权结构相对稳定，实际控制人持股比例高。1) 公司实际控制人陆瞰华、陆瞰峰为兄弟关系,截至2022年9月13日,两人分别通过宁波大牧、浙江嘉拓控制公司 51.64%、10%的股份, 持股比例高。2) 其余股东合计持有公司 38.36%股份。3) 陆瞰华担任公司董事长、总经理; 陆瞰峰为公司董事、董事会战略投资委员会委员。

控股股东宁波大牧计划减持 3%，当前本次减持已实施过半。1) 据公司公告(2022/04/30), 因大牧投资经营投资需要, 计划通过集中竞价、大宗交易方式在 6 个月内(减持期为 2022/07/06-2023/01/05) 减持公司股份共计不超过 2,000,700 股(即不超过公司总股本 3%)。2) 据公司公告(2022/09/06), 截至 2022/09/05, 大牧投资已减持公司股份 1,000,300 股, 占公司总股本的 1.50%。

图表 6: 牧高笛股权结构图



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所绘制

2. 户外行业：国内外市场特征分化，但高景气趋同

户外运动泛指自然环境下进行的运动项目群，用品品类繁多。1) 户外运动是指在自然环境下进行的运动项目群，包括登山、攀岩、徒步、野营、潜水、划艇等等体育活动，多数带有探险性、挑战性及刺激性，并需配备专门的户外运动用品。2) 户外项目的产生与兴起带动出户外运动用品行业，据 COCA 分类，户外用品可以细分为户外服装类（包括衣、裤、袜等）、户外鞋类（包括登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋等）、装备类（包括帐篷、睡袋、衬垫等）、器材类等细分品类，囊括产品类型众多。3) 牧高笛产品主要为户外装备（帐篷、睡袋等）以及户外服装（冲锋衣、羽绒服等）两大类。

图表 7: 户外用品细分品类及示例

序号	分类	定义	产品
1	服装类	为户外运动专门制作的穿着于人体起保护和装饰作用的纺织产品	衣、裤、袜等
2	鞋类	为户外运动专门制作的穿着于脚上直接与地面接触的产品	登山鞋、徒步鞋、攀岩鞋、高山靴等
3	背包类	为户外运动专门制作的用于容纳物品的单体独立的包囊类产品	登山包、旅行包、骑行包、背架包等
4	装备类	为户外运动专门制作的在露营时提供保护的可折叠的产品	帐篷、睡袋、衬垫、帷帐、家具等
5	配件类	为户外运动专门制作的用于辅助运动的各种配件	炉具、灯具、刀具、绳索、锁具、登山杖、头盔、冰爪、安全带等
6	器材类	为户外运动专门制作的大型机械性器具	自行车、船舶、滑翔伞等

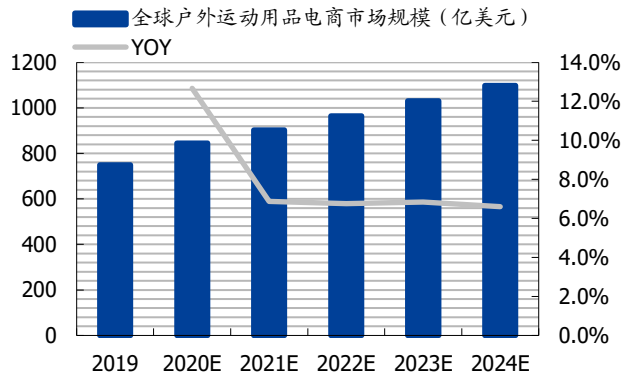
资料来源: COCA, 公司公告, 国盛证券研究所

2.1 欧美户外运动渗透率高，下游市场带动国内上游出口

全球户外用品市场步入稳健增长阶段。近年来全球户外用品行业稳步增长，据公司公告的 Statista 数据库预测估算，当前全球户外运动用品的电商市场规模超过 800 亿美元，预计未来几年保持 7% 左右的稳定增速。其中，以欧洲、美国为代表的发达国家地区，户外运动历史悠久、普及度高，市场发展较为成熟；以中国为代表的发展中国家市场仍在起步阶段，未来增长空间较为广阔。

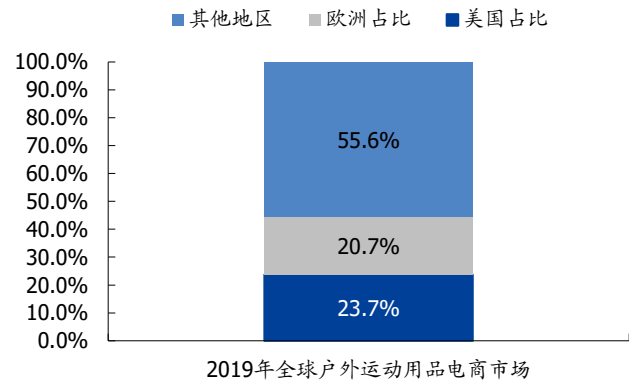
发达国家户外运动发展历史悠久，人群户外运动参与度高。1) 北美及欧洲等地区凭借适宜的地理气候、高度发达的经济水平，较早衍生出深厚的户外运动文化底蕴及较为成熟的户外运动行业形态。据公司招股说明书公告，在 2015 年，美国参与户外运动的人数就已经达到 1.4 亿人，约占美国人口总数的 48.4%。2) 在欧美，户外运动逐步发展为人们的一种必不可少的生活方式，消费者每年在户外运动装备上的支出相当可观，以美国为例：据同业公司浙江自然公告的美国户外行业协会（OIA）统计数据，2017 年美国消费者在户外运动装备及用品上的支出为 1845 亿美元，我们估算人均花费高达 567.3 美元。

图表 8: 2019-2024E 全球户外用品电商市场情况 (亿美元, %)



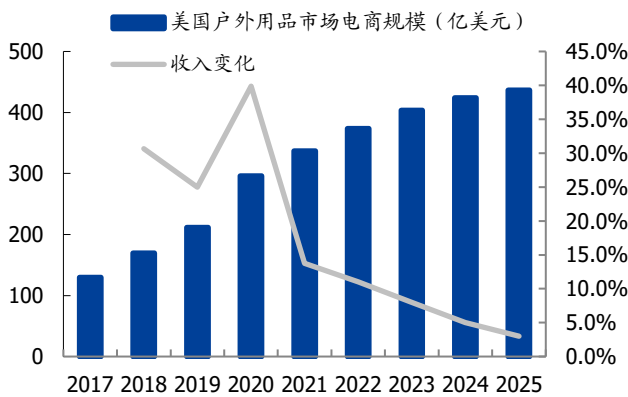
资料来源: Statista, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2019 年全球户外运动用品电商市场分地区占比 (%)



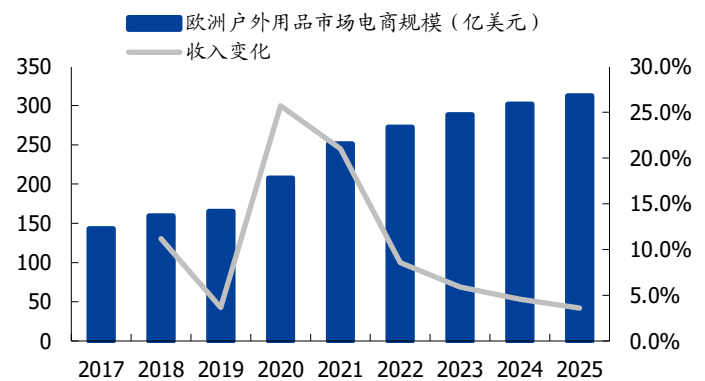
资料来源: Statista, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2017-2025E 美国户外用品电商规模及 YoY (亿美元, %)



资料来源: Statista, 公司公告, 国盛证券研究所

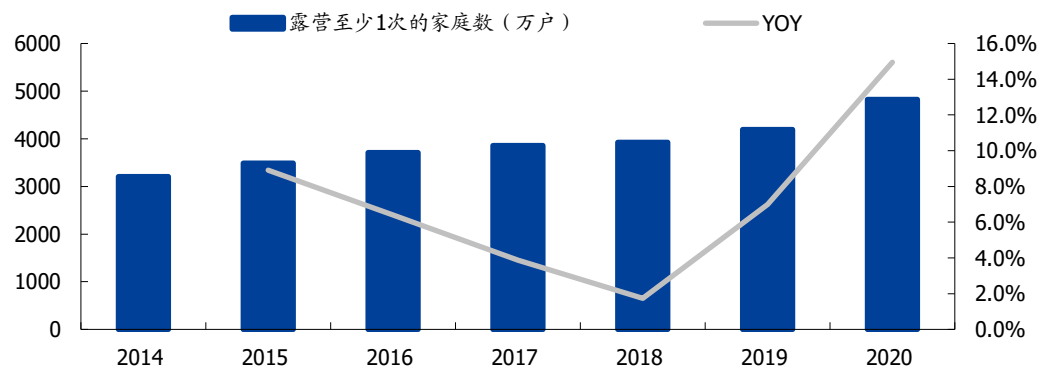
图表 11: 2017-2025 欧洲户外用品电商规模及 YoY (亿美元, %)



资料来源: Statista, 公司公告, 国盛证券研究所

近几年来看, 参与露营等户外活动的人数及频次进一步提升。根据公司公告的美国野营协会 (Kampgrounds) 数据, 2020 年北美有 4820 万户家庭至少露营一次, 较 2019 年增速达到了 15%。其中, 首次露营家庭数量达到了 1010 万户, 较上年增长了五倍。美国户外基金会数据也显示, 2020 年露营人数较上年增加 790 万, 远足人数较上年增加了 810 万人。

图表 12: 北美地区露营次数至少 1 次的家庭数变化及增速

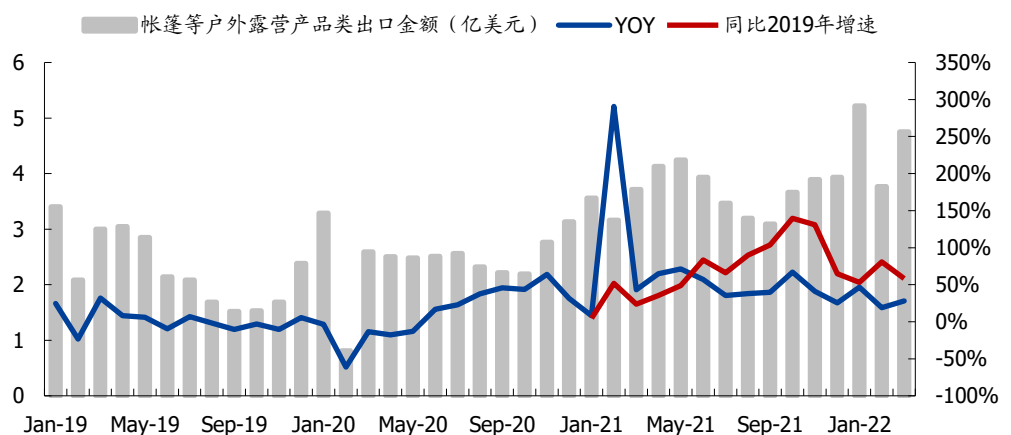


资料来源: Kampgrounds, 公司公告, 国盛证券研究所

户外活动频次提升直接带动了相关装备的消费需求，进而驱动上游国内供应链订单。据公司公告的 Cotswold Outdoor 数据显示，英国露营设备的销售额在 2020 年同比增长了 60%。据公司公告的韩国贸易统计振兴院数据显示，韩国 2021 年上半年露营产品出口额 1.02 亿美元，同比增长 84.7%，同期露营用品的进口额达到 1.91 亿美元，同比增长 105.1%。

从我国相关产品出口情况亦可以直接看到，相关产品出口金额有明显的大幅增长。1) 2021 年全年帐篷等户外露营产品(包括油苫布、天蓬及遮阳蓬;帐篷;风帆;野营用品,对应海关 HS 编码为 6306) 出口金额增长 49.8% (较 2019 年增长 60.5%)。2) 其中帐篷类产品(合成纤维制帐篷,对应海关 HS 编码为 630622)2021 年出口金额增长 52.0% (较 2019 年增长 72.9%)，2022 年以来仍然延续快速增长，Q1 出口金额增长 34.8%。

图表 13: 2019 年 1 月至今我国帐篷等户外露营产品出口金额及增速 (亿美元, %)



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

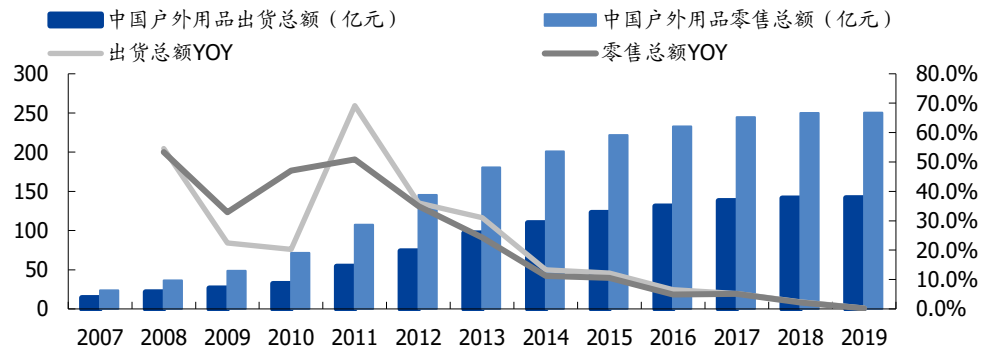
注: 帐篷等户外露营产品包括油苫布、天蓬及遮阳蓬; 帐篷; 风帆; 野营用品, 对应海关 HS 编码为 6306。

2.2 国内市场此前稳健增长，未来具备广阔空间

我国户外运动市场仍在培育成长阶段：近年户外运动在国内逐渐普及，驱动户外市场发展。1) 在户外用品的用户培育和品牌打造上，我国与先行发展的欧美发达国家有较大差距。但随着近年来社会经济的持续发展，国内户外运动普及程度有所提升，得益于较大的人口基数，中国也正逐步成长为全球主要的户外运动用品市场之一。2) 据公司公告提及的 Report Linker 数据：到 2027 年，中国露营设备市场将达到 159 亿美元的规模，CAGR 约为 9.1%。我们认为随着各项户外活动在国内的普及程度及参与率提升，未来国内户外用品行业市场空间仍然较为广阔，整个行业有望持续增长。

回顾过去，我国的户外行业主要经历以下几个阶段：1) 扩张期：国内户外用品行业兴起于 20 世纪末，北京、上海等地开始相继出现登山、徒步旅行、露营等为主体的 150 余家社会性户外运动俱乐部，数十年来快速扩张。2) 调整期：2013 年行业后进入夯实调整期，行业竞争加剧，尾部品牌出清。3) 稳增期：目前市场规模稳步增长，据 COCA 数据，2019 年国内户外用品零售总额/出货总额分别达到约 250.2/141.6 亿元。2007 年至 2019 年，我国户外用品市场零售总额 CAGR 为 22%/出货总额 CAGR 为 21%。

图表 14: 2007-2019 年中国户外用品零售总额/出货总额及 YOY (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

政策出台促进相关产业发展, 有望进一步提振国内户外市场景气度。近年来, 政府相关部门围绕体育、户外运动产业等推出一系列政策, 为国内户外用品行业的未来发展形成了良好的环境背景。如国务院在《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》表示, 国家将重点支持消费引领性强的健身休闲项目发展, 推广登山、攀岩、徒步、露营、拓展等山地户外运动项目, 同时推进山地户外运动场地设施体系建设。

图表 15: 行业相关产业政策其主要内容

序号	产业政策	主要内容
1	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励类中包括: 旅游业, 包括旅游装备设备, 以及休闲、登山、滑雪、潜水、探险等各类户外用品开发与营销服务。
2	《山地户外运动产业发展规划》	大力推动山地户外运动装备制造向研发、设计、销售等高端环节发展, 提高自主研发生产能力, 培育一批具有自主知识产权的高端健身休闲装备知名品牌。
3	《国务院关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	推广登山、攀岩、徒步、露营、拓展等山地户外运动项目, 推动山地户外运动场地设施体系建设。
4	《轻工业发展规划(2016-2020年)》	加强新材料研发和在户外、庭院、运动休闲等行业应用。
5	《体育产业发展“十三五”规划》	重点打造冰雪运动、山地运动、户外休闲运动、等各具特色的体育产业集聚区和产业带。
6	《国务院关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	到 2025 年, 基本建立布局合理、功能完善、门类齐全的体育产业体系, 体育产业总规模超过 5 万亿元, 引导发展户外营地、徒步骑行服务站、汽车露营地等设施。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在户外运动参与度提升的同时, “泛户外化” 风潮也在兴起, 时尚品牌介入打开流量空间。在规模扩张的同时, 户外行业风向也正发生变化, 外运动鞋服的穿着呈现功能化、休闲化、个性化趋势, 体育品牌、时尚潮牌对户外类产品的布局与跨界营销也推动户外时尚风潮兴起。

- **国内品牌商积极布局:** 以安踏体育为例, 公司近年来布局了多个户外品牌, 其中 DESCENTE 与 Kolon Sport 营收持续高速增长。截止 2021 年末, DESCENTE 与 Kolon Sport 门店数量已经分别达到 182/155 家。
- **奢侈品牌时尚跨界:** 如 2020 年 Gucci 与美国户外品牌 The North Face 合作推出一系列联名产品; 2021 年 Prada 推出 Prada Outdoor 限时店, 登陆北京、上海、西安等多个城市, 引领户外时尚风潮。

图表 16: 安踏体育集团旗下部分户外品牌

	DESCENTE迪桑特	日本高端专业运动装备品牌, 2016/04安踏成立合资公司独家运营其中国区业务。
	KOLON SPORT	韩国中高端户外品牌, 2017/10安踏成立合资公司运营其大中华区业务。
	ARC'TERYX始祖鸟	高端户外服装装备品牌领导者, 1989年创立于加拿大不列颠哥伦比亚的温哥华。
	SALOMON萨洛蒙	全球户外运动品牌领军者之一, 1947年创建于法国阿尔卑斯山脉中心地带。

资料来源: 公司公告, 品牌官网, 国盛证券研究所

图表 17: Prada Outdoor 北京 SKP 限时店



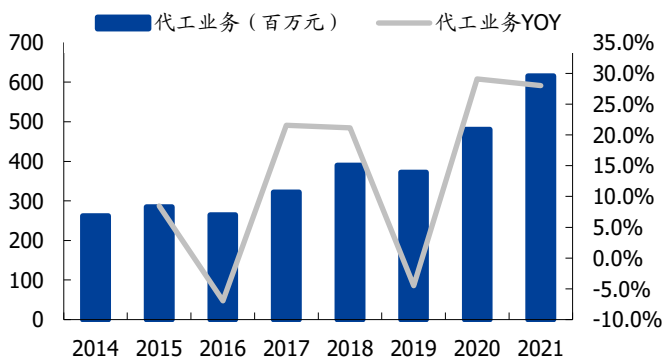
资料来源: 官方公众号, 国盛证券研究所

3. 代工业务: 深耕细分赛道, 下游需求旺盛, 合作头部客户

代工业务: 公司为海外品牌商提供制造服务, 产品外销, 以帐篷为主。公司以 OEM/ODM 模式为迪卡侬、Mountainsmith 等海外品牌商提供帐篷产品的开发设计和生产制造服务, 所制造的产品以帐篷为主, 主要销向欧洲及南半球国家。

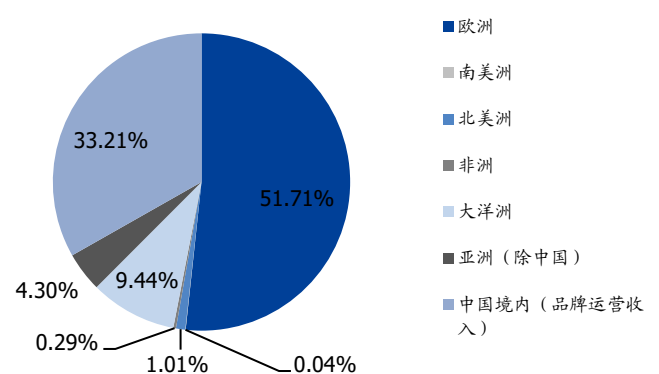
- 行业景气带动下, 公司代工业务销售 **2021 年高速增长 28% 至 6.2 亿元, 2022H1 同比维持快速增长 25%**。1) 公司外销业务过去受海外户外市场周期规律影响, 近年整体增长稳定。2019 年为公司客户采购需求小年, 公司代工业务收入同比下滑 4.5%。2) 近两年海外露营市场需求激增, 公司抓住机遇, 加大欧美市场拓展力度, 过去两年 (2020/2021 年) 外销收入增速分别达到 29.1%/28.0%。
- 代工业务均为面向出口, 以欧洲、澳洲地区为主。分地区来看, 公司外销以主要销向欧洲、澳洲为主。2021 年公司外销欧洲/大洋洲收入占总营业收入比重分别达到 51.7%/9.4%。

图表 18: 2014-2021 年代工外销业务收入及增长情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2021 年业务收入分地区分布 (%)



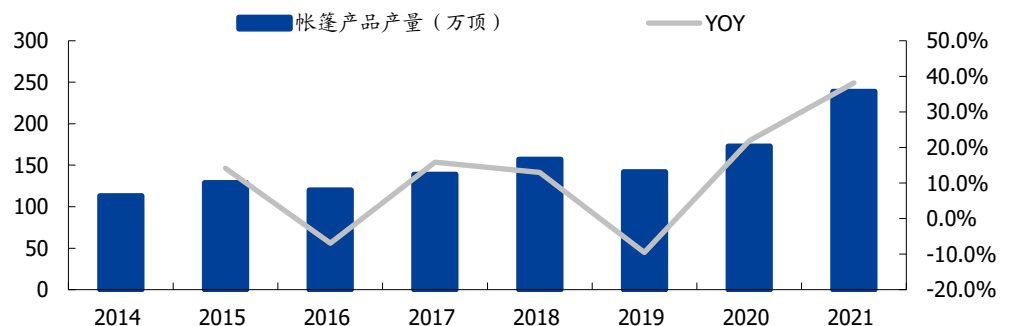
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1 产能：国际化产能持续扩张，年产帐篷超 200 万件

公司产能持续扩张，当年年产帐篷 200+ 万顶。公司仅自主生产工艺较为复杂的帐篷产品，其他品类交由外协加工或外购。1) 核心帐篷品类产量稳健增长。2021 年公司帐篷类产品产量为 239 万件，过去 5 年（2016-2021 年）产量 CAGR 为 15%。2) 其他品类中，装备及配件的产量近年来增速更快，2021 年公司装备/配件产量分别 135.8/138.1 万件；服装/鞋类产量分别 62.7/2.0 万件，体量相对较小。

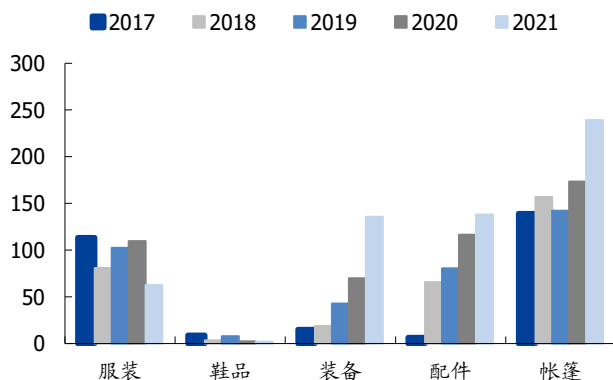
公司以客户订单为基础进行生产安排，帐篷产销率基本稳定在 90%-100% 之间。2019-2021 年帐篷类产品产销率（即销售量/产量，下同）分别为 89%/97%/93%。其他品类产销率在各年间有波动。

图表 20: 2014-2021 年公司帐篷类产品产量情况 (万顶, %)



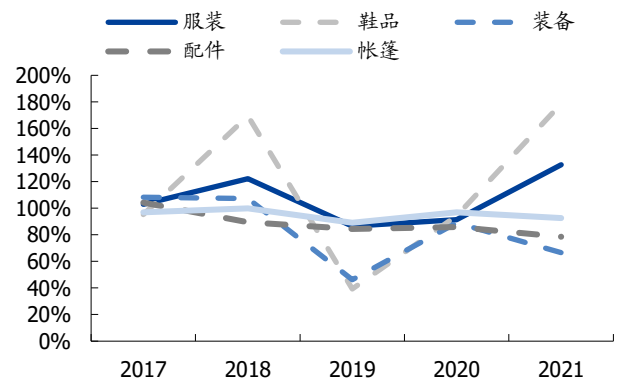
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 20: 2017-2021 年公司各类产品产量 (万件)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：生产量数据包括自产产量，及外协生产入库量。

图表 21: 2017-2021 年公司各类产品产销率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司当前拥有国内、孟加拉、越南三大生产基地，我们估算当前国内/海外产能占比分别约 60%/40%。在 2012 年，公司于孟加拉国设立生产基地。2017 年，公司于越南海阳省新建生产基地。我们梳理并跟踪过往公司产能建设规划及进度，估算当前国内产能占比约 60%/海外产能占比约 40%。目前公司当前拥有国内、孟加拉、越南三大生产基地。与单一的国内产能布局相比，公司多元化的生产基地具备较为明显的经营优势，包括成本优势、税收优势、稳定性优势等。

图表 21: 公司产能梳理

年份	产能情况
2004	龙游勤达生产基地成立
2007	衢州天野生产基地成立
2014	江西鄱阳、孟加拉生产基地投入运营, 自产帐篷年产能达到 84 万顶
2015	常山天野收购拓金帐篷, 增加公司当年产能 3.6 万顶 孟加拉天野年产能达到 12 万顶帐篷, 自产帐篷年产能达到 106 万顶
2017	越南生产基地投入运营, 江西鄱阳、孟加拉生产基地扩建
2018	海外产能同增 63%
2019	公司帐篷年产量达到 142 万顶
2021	公司帐篷年产量达到 239 万顶

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 海外生产基地人力成本较低:** 据孟加拉国出口加工区官方数据, 公司孟加拉生产基地所在地伊苏瓦迪出口加工区 (EPZ-Ishwardi) 2018 年服装业熟练工人 (High Skilled) 最低月平均薪酬为 182 美元, 而普通学徒仅有 76 美元, 远低于中国国内水平。越南方面, 据 Wind 数据显示, 2020 年我国制造业城镇单位就业人员平均工资 689 元, 约为同期越南国企人员平均工资的 3 倍。
- 享有关税及所得税等税收优惠:** 海外较优的贸易环境给公司业务经营带来一定优势。当前孟加拉国、越南出口帐篷产品至美国、欧盟均享受免关税优惠。同时, 公司海外基地所得税水平较低, 公司越南基地 2021 年为开始盈利第二年度, 所得税享受免税政策。公司孟加拉基地 2020 年 5 月 29 日至 2021 年 5 月 28 日享受 25% 免税。

图表 19: 牧高笛中国、孟加拉国、越南生产基地税收情况

	中国	孟加拉国	越南
出口关税	美国: 7.5% 附加税 欧盟: 12% 关税	美国: 免征关税 欧盟: 免征关税	美国: 免征关税 欧盟: 免征关税
公司所得税情况	25% (牧高笛部分子公司享受小微企业优惠条件, 所得税为 20%)	第 1-3 年 100% 营业收入免税, 第 4-6 年 50% 营业收入免税, 第 7 年 25% 营业收入免税。	自开始盈利年度或成立第四年 (孰早) 起, 所得税第 1-2 年 100% 免税, 第 3-6 年 50% 免税。

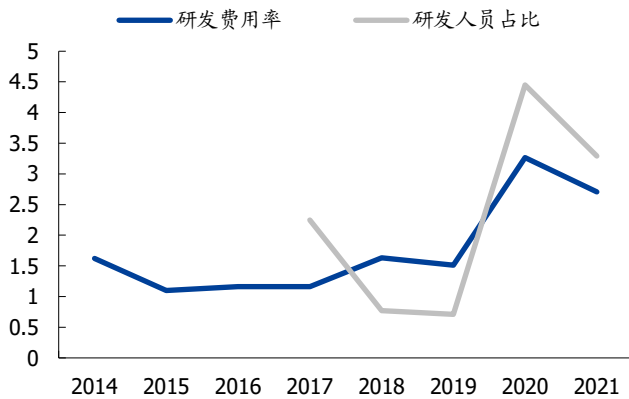
资料来源: 公司公告, 中国商务部, Wind, 国盛证券研究所

在产品生产模式上, 公司采取自主生产和外协加工相结合的方式, 最大化经营效益: 1) 公司仅自主生产工艺较为复杂的帐篷产品, 2) 另一部分技术难度较低的帐篷产品及服装、鞋子等其他品类产品, 由公司负责产品设计及验收, 生产则交由外协工厂加工。该生产模式优点有二:

- 优化生产效益。** 公司将资源集中于高附加值的产品的生产环节及其他产品的设计开发环节, 我们认为利于公司强化差异化的核心竞争力。
- 降低生产经营风险。** 通过生产环节外包, 公司减少了初期的相关厂房、设备等资金投入, 有利于加快资金周转, 有望降低公司的经营风险及成本。

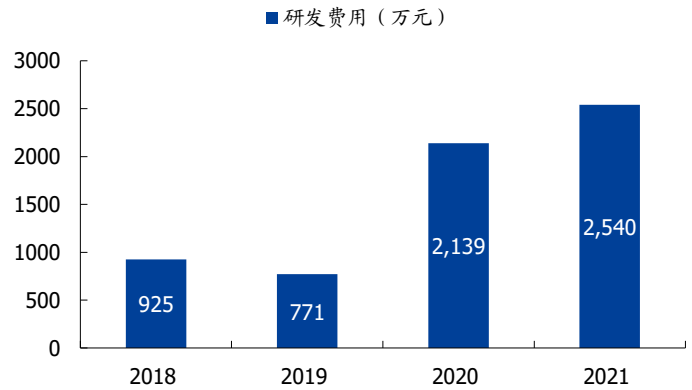
公司具备独立的产品开发能力，每年能够新开发产品 200-300 款。1) 近年来公司研发投入持续增加。2021 年公司研发费用投入达到 2540 万，同比增长 19%。2021 年，公司专利申请达到 10 项，子公司衢州天野获评高新技术企业。2) 在多年的研发积淀下，公司当前具备独立自主开发产品的能力，据公司招股说明书，公司年均新开发帐篷样品 200-300 款，已形成较强的帐篷研发设计团队，有利于与海外客户形成持续深度合作，同时赋能自有品牌业务。

图表 20: 2014-2021 公司研发费用率/研发人员占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

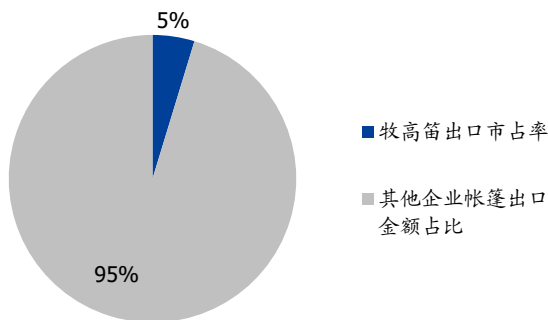
图表 21: 2018-2021 年研发费用情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

与同业对比来看，公司帐篷产能规模位于国内前列。1) 我们大致估算公司所占我国帐篷出口市场的市占率约为中单位数。从我国的帐篷类产品出口情况来看，2021 年我国合成纤维制帐篷 (HS 编码为 630622) 出口金额为 20.5 亿美元，当前公司出口业务 (主要为帐篷) 销售收入为 6.2 亿人民币。据公司公告中引用的《中国日用消费品对外贸易报告》数据，2015 年公司帐篷类产品出口额在国内同类出口企业中排名分别为第二位。2) 据公司公告，公司 OEM/ODM 业务主要竞争对手包括天津环球休闲用品有限公司、上海海洋帆实业有限公司等露营帐篷类专业代工出口企业。

图表 22: 2021 年牧高笛出口业务市占率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国海关, 国盛证券研究所
注: 在市占率计算中, 牧高笛出口金额使用 2021 年外销业务收入金额, 行业出口金额使用我国 2021 年合成纤维制帐篷 (HS 编码为 630622) 出口金额 (货币汇率换算采用 2021 年期末汇率)。

图表 23: 公司出口业务主要竞争对手基本情况

公司名称	主要情况
天津环球休闲用品有限公司	成立于 2005 年 10 月 18 日, 生产的出口产品包括各类旅游帐篷、睡袋、服装三大系列, 年生产能力为 150 万顶 (件), 产品销往 30 多个国家和地区 (数据来自 2017 年牧高笛招股说明书)。2015 年营业收入为 3.52 亿元/税前利润为 0.77 亿元/归母净利润为 0.57 亿元 (数据来自 Wind)。
上海海洋帆实业有限公司	成立于 1988 年, 产品远销欧美、东南亚等市场, 国外知名品牌如 Jack Wolfskin、Decathlon 等多年来跟上海海洋帆均具有长期业务关系。上海海洋帆的户外产品目前已经有帐篷、睡袋、箱包和休闲服装为主的四大系列品种的产品, 年出货量达 8,000 万美元 (数据来自 2017 年牧高笛招股说明书)。

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

3.2 客户：合作迪卡侬等优质海外品牌，大客户集中度高

公司合作海外下游优质客户，包括零售商、品牌商。据公司招股说明书披露，公司 OEM/ODM 业务客户主要包括专业体育用品零售商、普通零售商、品牌商等，其中专业零售商主营体育运动用品和户外用品，如迪卡侬等；普通零售商如 Home Retail 等；品牌商主营自有品牌户外产品，如 Mountainsmith 等。

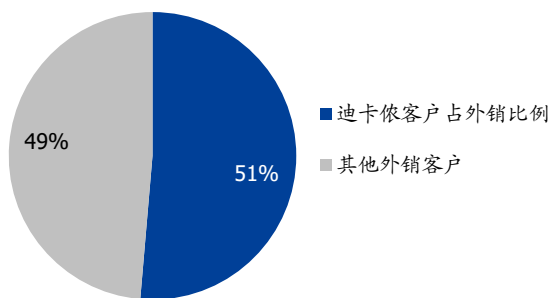
图表 24：公司部分主要客户情况

客户	国家	简介	类型
迪卡侬	法国	全球知名的体育用品零售商之一，成立于 1976 年	专业零售商
Go Outdoors	英国	英国最大的户外用品零售商，旗下产品包括野营设备、户外服饰、登山、滑雪等装备	专业零售商
Halfords	英国	英国最大的汽车和自行车产品和服务零售商	专业零售商
Sportmaster	俄罗斯	欧洲第三大，世界第十大体育户外零售商	专业零售商
Home Retail	英国	英国领先的家庭和一般商品零售商	普通零售商
KMART	澳大利亚	澳大利亚知名连锁百货零售商	普通零售商
Mountainsmith	美国	美国知名户外品牌商，尤以户外包具出名	品牌商

资料来源：招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

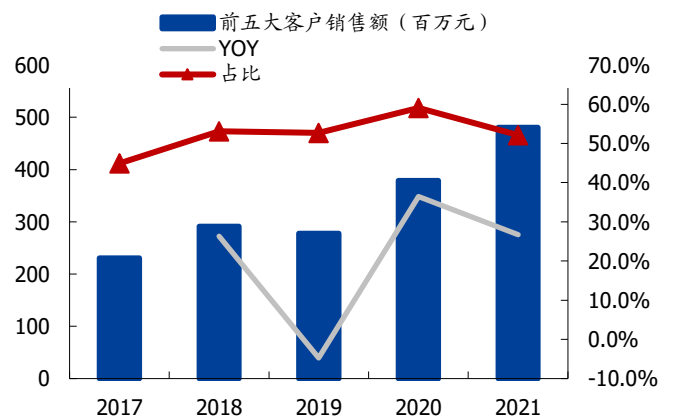
客户集中度高，第一大客户为迪卡侬，占外销收入过半。1) 公司凭借帐篷产品多年的技术积累，与国外客户业务合作稳定，过去五年前五大客户销售额整体稳步提升，2021 年公司外销业务前五大客户销售额达到 4.8 亿元，占外销收入 78.1%。2) 据公司公告，2021 年公司对迪卡侬销售额达到 3.2 亿元，占外销收入比例达到 51%。

图表 25：2021 年客户迪卡侬占外销 (OEM 业务) 比例 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 26：2017-2021 年前五大客户销售额及 YOY 及占比 (百万元, %)

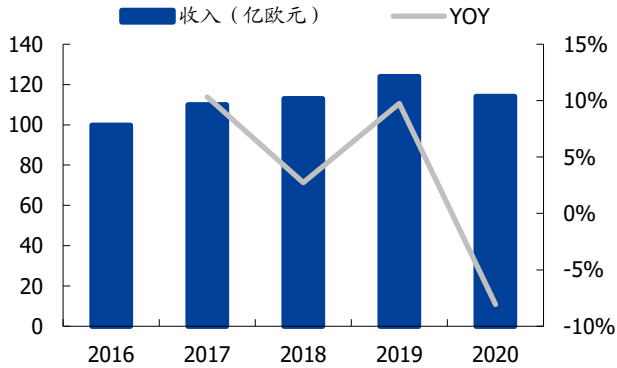


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

头部品牌商产业合作关系趋于稳定，公司客户资源优渥，对新入场者而言存在壁垒。1) 一般来说，迪卡侬等全球知名运动品牌商与上游产业合作关系较为稳定，与之对应的是供应商准入门槛也比较严格，需要在质控、环保等方面满足各项要求，同时须经历较为长期的考核和验厂流程。2) 迪卡侬是上世纪 70 年代创立于法国的大众户外运动品牌，

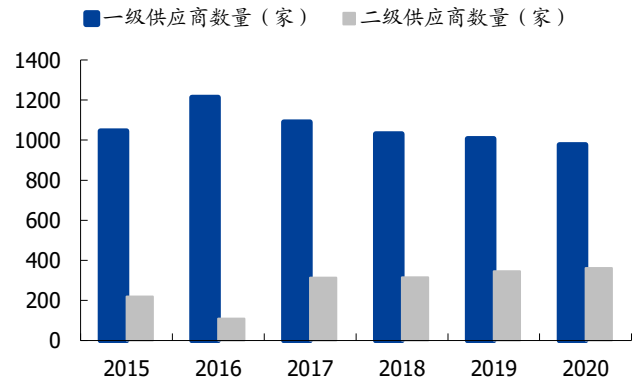
产品品类丰富广泛，2020年全球收入为114亿欧元。我们据其业务规模估算，当前公司占迪卡侬采购份额仍较低，但公司作为高速增长的分销赛道龙头，我们判断未来双方合作规模有望持续快速增长。

图表 27: 2015-2020 年迪卡侬营业收入及 YOY (亿欧元, %)



资料来源: 迪卡侬官网, 国盛证券研究所

图表 28: 2015-2020 年迪卡侬供应商数量 (家)



资料来源: 迪卡侬官网, 国盛证券研究所

考虑到公司产能扩张速度及下游稳健增长的客户需求，我们假设公司未来代工业务销售以 **20%+** 的同比增速稳健增长，预计 2022-2024E 公司代工业务有望分别实现销售 7.75/9.69/12.12 亿元，同比分别增长 26%/25%/25%，占营业收入比例预计分别 49.5%/46.1%/44.8%。

图表 29: 代工业务收入拆分及预测表 (百万元, %)

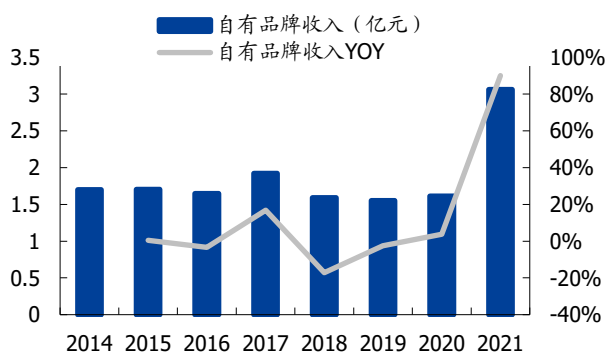
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
代工业务销售收入	372	481	615	775	969	1,212
YOY	-4.5%	29.1%	28.0%	26.0%	25.0%	25.0%
占营业收入比	70.4%	74.8%	66.7%	49.5%	46.1%	44.8%
毛利率	24.8%	23.0%	20.4%	20.4%	20.4%	20.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

4. 自有品牌：迎“精致露营”东风，品牌业务腾飞

除了面向出口的代工业务之外，公司面向国内市场，以自有品牌“牧高笛 MOBI GARDEN”进行销售，业务规模高速扩张。国内露营市场需求高速增长，公司国内自有品牌业务高速扩张，业务销售收入 2021 年为 3.06 亿元（+90%），2022H1 销售达 3.46 亿元（+182%），对公司总收入的贡献从 2020 年的 25.0% 上升至 2022H1 的 40%。公司精准定位“精致露营”概念，敏锐把握国内消费市场需求，2022 年以来精致露营场景相关产品销售高速增长。

图表 30: 2014-2021 年公司自有品牌收入规模及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 31: 牧高笛品牌 MOBI GARDEN



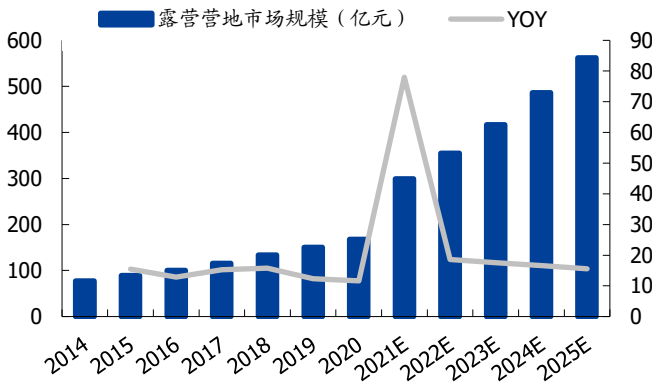
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4.1 国内市场：精致露营火热出圈，适用人群广、市场空间大

露营作为门槛低、社交性强的户外大众休闲活动形式，近年来市场需求火爆。作为门槛低、社交性强的户外活动形式，露营颇受人们欢迎，与此同时社交平台的内容分享与种草、相关综艺的热播进一步催生了露营活动的关注度及市场需求，带动 2022 年产业热潮持续。据公司公告，在携程社区，2021 年以来包含“露营、野炊、野营”相关内容的发布量同比上涨逾 400%，阅读量增长超 11 倍。

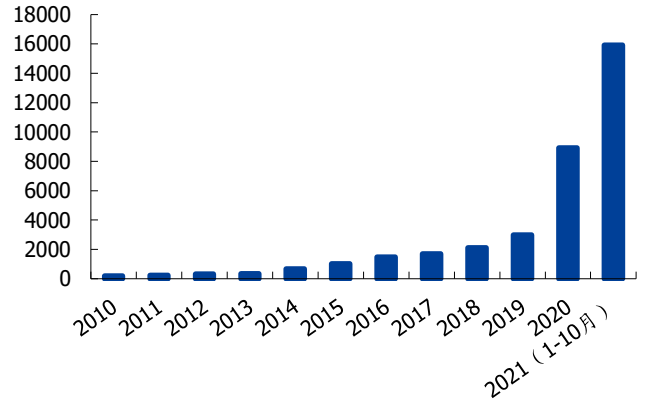
响应行业需求，国内露营赛道企业数量激增。此前我国露营地建设相对而言并不完备，而在 2021 年以来市场需求的高速增长驱动下，我国露营行业涌入了一大波新入场企业。据艾媒咨询数据，截至 2021 年 10 月中旬国内共有超 3 万家露营基地企业，在 2020 年和 2021 年分别新增超过 8000 家和超 15000 家。据艾媒咨询预测，2021 年我国露营地市场规模同比增长 78.0% 至 299 亿元；到 2025 年，露营地市场规模有望达到 562 亿元，较 2020 年的 168 亿元增长两倍以上。

图表 32: 2014-2023 年中国露营地市场规模数据与预测 (亿元, %)



资料来源: 艾媒数据中心, 国盛证券研究所

图表 33: 2010-2021 年中国新增露营相关企业数量分析 (个)



资料来源: 艾媒数据 (2021 年数据截至 2021 年 10 月), 国盛证券研究所

我国户外露营活动的表现特征与欧美等地有所不同, 以城市周边为主要场景、追求高质量体验的“精致露营”具备发展前景。1) 海外: 欧美地区人群户外运动参与度高、露营基地建设发展完备, 居民车辆保有率、收入水平、人均户外装备消费金额也相对更高, 露营形式以传统露营形式为主。2) 国内: 受限于国内地貌气候、人群密集程度的差异, 国内参与传统露营的人群相对占少数, 近年来以高舒适度和轻奢感的“精致露营”兴起, 吸引了众多都市群体。

何为精致露营? ——高质量生活需求催生的升级版、轻奢版的露营方式。1) 露营泛指短时户外居住活动, 传统的专业户外露营条件相对简朴, 对于装备的便携性、功能性要求高, 受众群体规模相对较小、多为户外深度爱好者。2) 相对应的, 精致露营多指轻奢版、升级版的露营模式, 与传统露营相比, 不同之处主要有以下几点:

- **活动形式多样, 面向受众更广。**精致露营地点多在城市内部及周边, 主要面向城市年轻群体, 在为消费者提供放松治愈、接触自然的方式之外, 兼具经济方便、高舒适度的特征, 同时具备较强的社交属性及话题性。
- **产品细分品类的丰富扩大了露营装备市场规模的空间。**1) 相关装备品类繁多, 包括天幕、露营推车、折叠椅、复古营灯、保温冰桶、星星灯等; 2) 在装备的需求特征上, 一般来说对“高颜值”的需求重于“功能性”。

图表 34: 户外用品细分品类及示例

	传统露营	精致露营
示例		
装备	帐篷、睡袋、背包、照明及野炊用具、救生箱等	天幕、帐篷、露营推车、折叠椅、折叠桌、充气沙发、置物架、户外银幕、保温冰桶、烧烤架、野炊锅具、复古营灯、吊床、星星灯、三角旗等
场景	山谷、湖畔、海边等	公园、景点、湖边、露营基地等
人群	户外爱好者	以都市人群为主

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所
注: 精致露营场景示例为 MOBI VILLA 在野为邻天猫露营大会

“精致露营”何以出圈？——我们分析 2021 年以来“精致露营”的需求暴发驱动因素主要有以下几点：

1、需求端：当下环境催生旅游需求的转移、人群娱乐方式的改变。由于外部环境变化情况下居民心态变化，我们认为人群密集的大型聚会需求或有减少，兼具休闲、娱乐、社交性质的户外活动成为消费人群新好，促进了以露营形式为代表的周边游的发展。

2、供给端：露营玩法与形式多样化丰富，露营基地数量大幅增加。精致露营的玩法多样，野餐、烧烤、露天电影、音乐会等形式层出不穷，在让消费者感受到融入自然、解压感、治愈感的同时，兼顾了高舒适度、高趣味性的露营体验，契合了当下都市人群对于高质量精致生活的追求。根据艾媒数据统计，截至 2021 年 10 月中旬国内共有超 3 万家露营基地企业，在 2020 年和 2021 年分别新增超过 8000 家和超 15000 家。

3、综艺影视、KOL 种草，助推“精致露营”热度出圈。用户在社交平台上的种草与分享、品牌广告与软文的植入、《向往的生活》及《一起露营吧》等综艺的热播进一步将“精致露营”的热度再度推向高点。据艾媒咨询数据，2021 年我国有高达 50.9% 的露营消费者通过综艺节目获得露营咨询，通过家人朋友/短视频平台等渠道获取露营资讯的消费者同样高达 50.3%/48.0%。

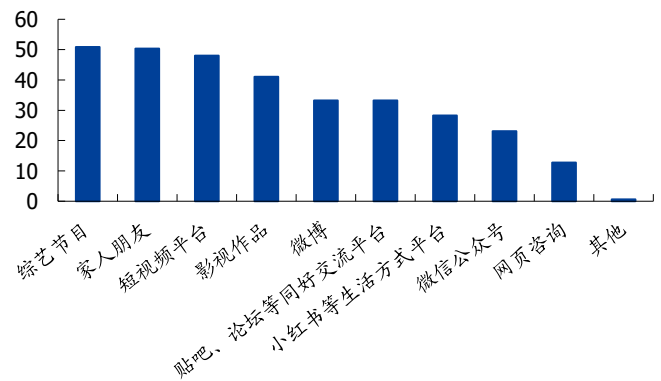
国内户外市场在呈现短期波段性热潮的同时，中长期也在发生着结构性改变。**1)**一方面，精致露营作为可选娱乐活动形式之一出现在大众视野中，高度曝光带来了良好的消费者教育。**2)**另一方面，露营基地等的迅猛增长弥补了原先国内市场供给的不足，为行业的可持续发展奠定基础。**3)**除此之外，受到露营等户外运动风潮的影响，“户外时尚”、“泛户外化”热度在服饰行业中也有所体现，消费者除了购买专业户外服饰之外，对于蕴含户外文化和风格的时尚类服饰产品亦较为青睐。

图表 35: 综艺《一起露营吧》宣传海报



资料来源：微博，国盛证券研究所

图表 36: 2021 年中国露营消费者获得露营资讯的渠道 (%)

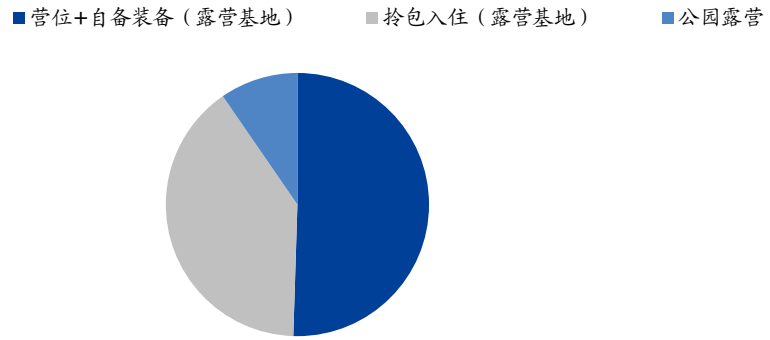


资料来源：艾媒数据，草莓派数据调查与计算系统，国盛证券研究所

我们基于露营活动渗透率提升的逻辑，对于国内露营市场规模进行简单测算：考虑专业户外露营受众有限，测算对象主要为以城市周边为主要场景、人群潜在消费者更广、市场空间更大的“精致露营”模式。

1、我们以中国 2 亿左右“新中产”人群作为露营的主要潜在消费者，在假设露营活动渗透率未来能够达到 20% 的情形下，露营活动参与人群有望达 4000 万人。

图表 37: 2022 年中国白领群体露营方式倾向调查 (%)



资料来源: 艾媒数据, 草莓派数据调查与计算系统, 国盛证券研究所
注: N=1582, 调研时间为 2022 年 5 月

2、在此基础上, 我们对于不同露营形式消费人群的占比、年均露营频次、年均露营消费金额进行假设 (具体情况如下表)。以城市内部及周边露营基地及公园为主要假设场景 (不考虑专业户外爱好者以野外场景为主的专业露营活动), 将露营方式简单分为三类: 1) 自备露营装备, 仅使用露营基地的营位及相关配套基础设施; 2) “拎包入住”露营基地, 方便省心, 单次消费价格相对更高; 3) 公园露营, 多以不过夜、短时长的露营形式为主。测算得: 若谨慎假设露营活动渗透率达到 15%, 我国露营市场规模有望达到 819 亿元, 较当前水平而言有大幅增长空间; 中性假设渗透率达 20%, 我国露营市场规模则有望高达 1092 亿元。乐观假设渗透率达 30%, 我国露营市场规模则有望高达 1638 亿元。

图表 38: 中国露营市场规模拆分及测算

	假设 1 (谨慎)	假设 2 (中性)	假设 2 (乐观)
中国“新中产人群”人数 (万人)	20000	同假设 1	同假设 1
露营活动渗透率	15%	20%	30%
露营活动参与人数 (万人)	3000	4000	6000
其中: 自带装备 (万人)	1500	同假设 1	同假设 1
频次 (次/年)	6	同假设 1	同假设 1
花费 (人/年)	3800	同假设 1	同假设 1
市场规模 (亿元)	570	同假设 1	同假设 1
其中: 拎包入住 (万人)	1200	同假设 1	同假设 1
频次 (次/年)	3	同假设 1	同假设 1
花费 (人/年)	1800	同假设 1	同假设 1
市场规模 (亿元)	216	同假设 1	同假设 1
其中: 公园露营 (万人)	300	同假设 1	同假设 1
频次 (次/年)	6	同假设 1	同假设 1
花费 (人/年)	1100	同假设 1	同假设 1
市场规模 (亿元)	33	同假设 1	同假设 1
露营市场规模 (亿元)	819	1092	1638

资料来源: 国盛证券研究所测算

4.2 产品：把握市场特征，丰富产品矩阵，打造生活方式品牌

在品牌布局方面，公司针对国内户外市场特征，梳理品牌定位与细分目标客户，构建“1+2”的品牌格局。在自主户外品牌“牧高笛”基础上，公司进行差异化的品牌拆分与打造：2018年，公司对品牌进行第一次策略升级，将“大牧”品牌与“小牧”品牌事业部拆分运营，通过明确细分使用场景实现针对不同消费集群的精准营销。2021年，公司对品牌理念进行进一步升级，形成了以“大牧”(Mobi Garden)为主品牌，“小牧”(Mobi Garden Urban)与“山系服装”(MOBI VILLA)为子品牌的品牌矩，并明确品牌风格和对标客户，即“大牧”品牌主要提供户外专业装备及服装，“小牧”品牌主要提供多场景穿着。

- **大牧：主打户外露营装备的品牌。**大牧秉承“露营专业主义”的理念，核心主打户外露营装备系列，产品适用场景涵盖了专业露营、精致露营、公园休闲等场景，对标追求极致的户外性能与体验的专业户外人群。
- **小牧：户外服饰品牌，**风格定位于户外时尚，在强调产品的舒适和科技感同时融合时尚设计元素，旨在为大众消费者提供通勤及户外均能够穿着的服装，旗下产品主要分为“城市探索”和“城市运动”两部分。
- **山系服装：**定位于山系和轻机能服装的细分市场，同时利用潮流和前卫的设计吸引年轻群体。

图表 39：公司品牌矩阵及品牌定位

品牌地位	品牌	对标客户	品牌使命	管理部门
主品牌	大牧	专业户外人群	为消费者打造自在的精致空间，把舒适带去自然，把自然带回生活	大牧事业部
子品牌	小牧	泛户外人群	户外科技融合时尚风格，提供都市和山野一衣穿行的舒适体验	小牧事业部
	山系服装	喜爱潮流文化的年轻群体	用风格集结潮流年轻世代，用功能呈现更具设计感的前卫穿搭	大牧事业部

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 40：公司品牌矩阵及主要产品

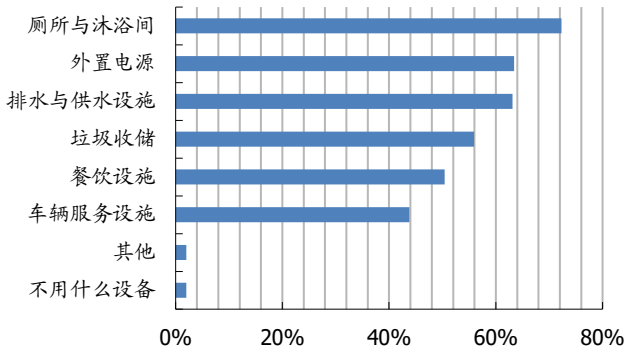


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在产品方面，公司围绕国内当前火热的“精致露营”的产品品类需求特征，敏锐把握市场需求并推出丰富产品线，打造品类齐全的生活方式品牌。

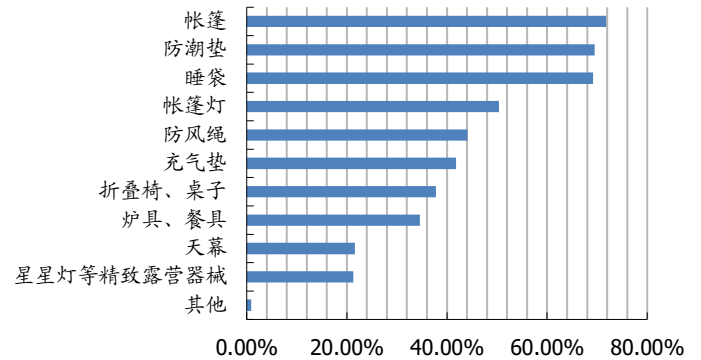
- 中国消费者对于露营体验感要求高，催生对于各种露营设备的需求。据艾媒咨询数据，目前我国消费者在露营中对于厕所与沐浴间/外置电源/排水与供水设施等设备的需求达72%/63%/63%，而“精致露营”对于装备的要求则进一步精细的和多元化，助推户外用品升级趋势。

图表 41: 2021 年中国露营消费者对露营配套设施要求调研 (%)



资料来源: 艾媒数据, 草莓派数据调查与计算系统, 国盛证券研究所

图表 42: 2021 年中国露营消费者选择的露营器械 (%)



资料来源: 艾媒数据, 草莓派数据调查与计算系统, 国盛证券研究所

- 公司围绕精致露营细化丰富产品线，据我们跟踪判断 2021 年及 2022 年以来相关产品销售高速增长。公司对户外装备及帐篷等新产品研发投入力度不断加大，在注重产品环保材料和工艺研发的同时，打造适配高海拔、精致徒步、精致露营、精致野餐场景矩阵的产品，以及配备睡眠系统、厨房系统、收纳系统、客厅系统的产品矩阵，旨在打造品类齐全的精致露营生活方式品牌。

图表 43: 公司精致露营场景相关产品示例



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 44: LINE FRIENDS 联名产品及 REDesign 联名产品示例

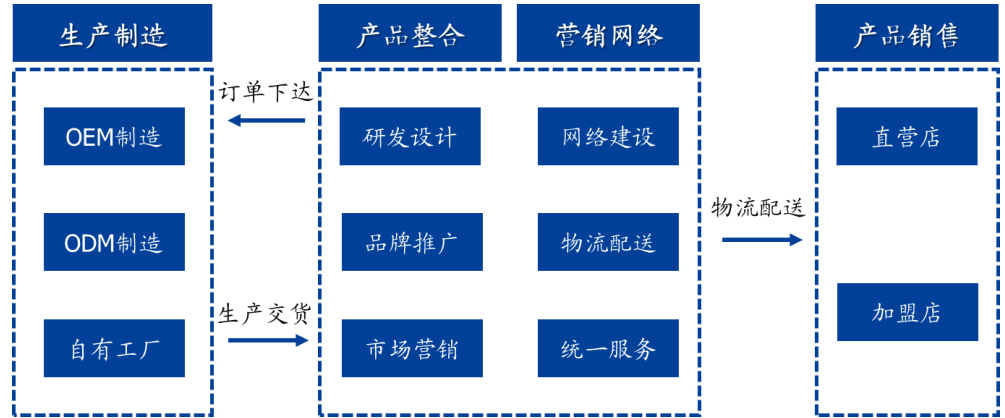


资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

4.3 渠道：营销加码，线上、专业户外店等销售高速增长

得益于自有供应链，公司打造从上游制造、品牌运营、下游销售营销为一体化的自有品牌经营模式。上游产品制造采用自主生产+外协加工的模式，下游销售渠道主要包括电子商务（大牧）、专业户外店及团购（大牧）、加盟店（小牧）、直营店（小牧）渠道。

图表 45: 公司垂直一体化经营模式流程



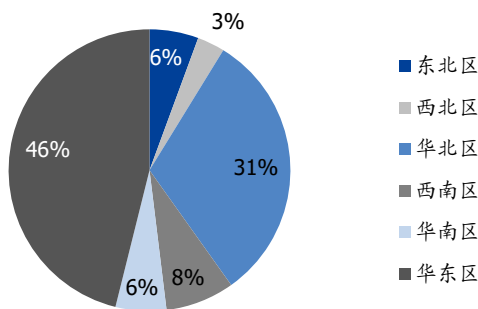
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

分地区来看，由于我国户外运动市场发展程度具备地域性特征，公司华东地区、华北地区产品销售情况较好，2021年华东/华北地区销售占国内销售比例分别为46%/31%。

分渠道来看，2021年及2022上半年公司向国内线上（大牧）、专业户外店及团购渠道（大牧）的销售高速增长，直营与加盟渠道（小牧）收入近年表现稳定。2021年公司国内市场直营店/加盟店/其他渠道营业收入分别0.28/0.58/2.20亿元，渠道占比分别为9.1%/19.1%/71.8%，渠道销售收入同比分别增长21.8%/11.8%/155.7%。

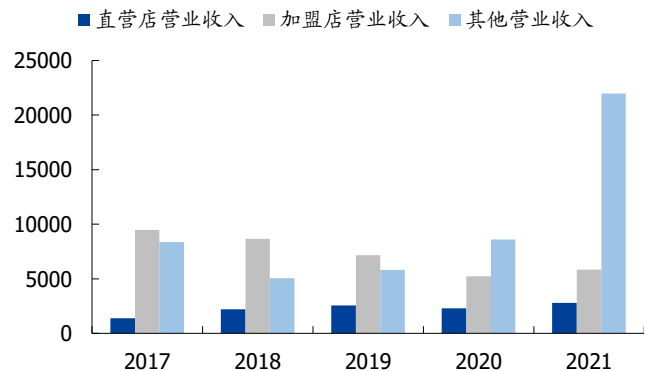
- 在经营管理方面，直营门店直接由公司经营管理，其所有权和经营权均归公司所有；户外专卖店和经销加盟店由经销商自筹资金建设，向公司采购货品采取现货和期货两种模式。过去公司直营及加盟门店中主要销售服装及鞋子品类。
- 在销售订货方面，经销商加盟店采用期货和现货相结合的订货模式，专业户外店主要采用现货订货方式，直营店和电子商务渠道主要采用自主备货和现货相结合的订货模式。

图表 46: 自有品牌业务（国内）分地区销售收入占比（%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 47: 自有品牌业务分渠道收入（万元）



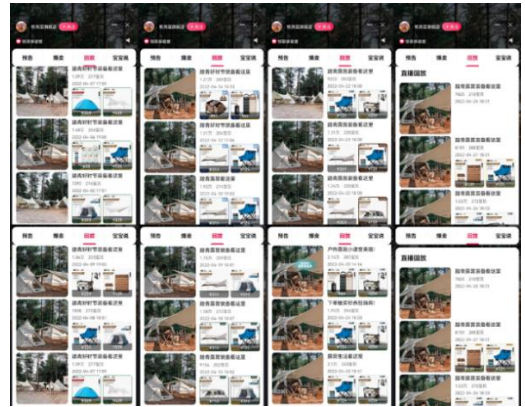
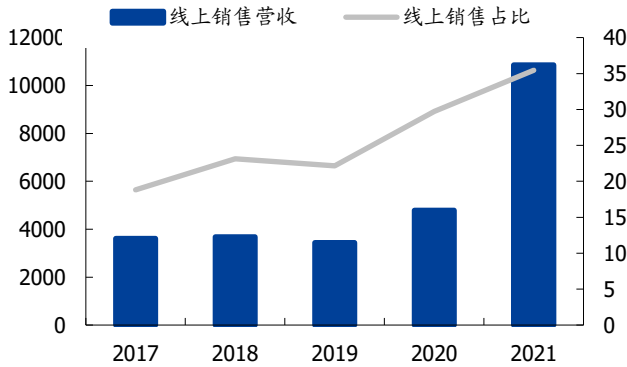
资料来源：公司公告，国盛证券研究所
注：其他渠道包括专业户外店、团购、线上渠道等。

1、受益于过国内露营市场快速扩张及露营基地的迅速增加，公司其他渠道（即专业户外店、团购、线上等渠道）营业收入 2021 年大幅上升 150%+，渠道占比从 2020 年 53%一跃提升为 2021 年 72%。

其中，线上渠道近年来持续高速增长。公司自 2019 年提出构建新零售电商模式，引入直播、社区营销等新型销货手段，公通过多露营场景呈现、流量动线布局、核心卖点聚焦等视觉优化以及露营装备品类扩充，提升线上流量获取能力，同时优化了店铺的流量结构，实现线上热销款式从单一转向多元突破。2021 年公司线上销售收入达到 1.09 亿元，同比增长 126.72%，贡献了自有品牌超过三分之一的总收入。

图表 48: 近五年公司线上销售营业收入及占比 (万元, %)

图表 49: 公司 4 月淘宝直播记录



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

在线上销售快速增长的同时，得益于高度的品牌曝光，公司品牌影响力亦有提升。

- 线上全网布局，抓住新零售流量机遇，注重内容化、精准化营销。受益于线上购物消费增长及直播平台流量增长，公司利用短视频、软文等内容营销手段，加强在抖音、小红书等社交平台的推广，加强与消费者的互动。据我们统计，公司在 2022 年 4 月仅在淘宝店铺渠道就进行了高达 21 场直播，每场直播均在 4 小时左右，平均每场有 200-250 个产品被展示，点击量在 8000-2 万不等。
- 积极展开跨界合作，线上线下联动，创办各项品牌活动、推出联名产品，提升品牌曝光率。公司为科考团提供专业装备支援，同时跨界进行产品联名，包括 ELEMENT、山系文化 Mounster、一帐 Camplus、野邻 Xcamping、草莓音乐节、GO OUT、理想汽车等，提升品牌的曝光率与影响力。举办包括“露营天下”、“行无界”、“谁主户外”、“平凡之路”等户外主题活动。

图表 50: 公司各社交平台官网账号

图表 51: 公司开展的跨界活动及品牌活动



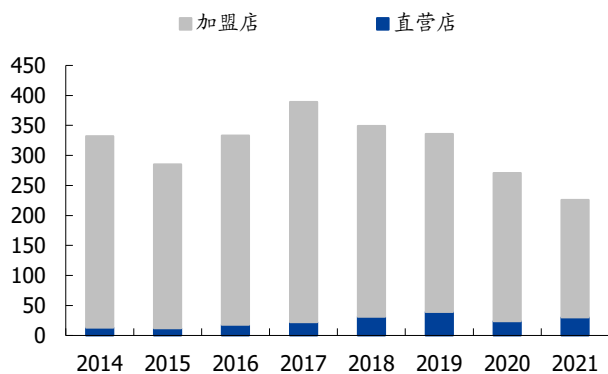
资料来源: 抖音, 微信, 小红书, 微博, 国盛证券研究所

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2、持续优化线下渠道，店均收入明显提升。此前公司线下门店（包括直营店+加盟店）以小牧品牌产品为主。近年来公司直营店收入较为平稳；加盟店收入有下降趋势，原因系公司放缓开店计划，关停业绩差、效率低的店铺，展开加盟商管理优化。公司自2017年开始进行线下渠道优化，近年来公司直营店数量处于波动状态，加盟商数量持续降低，但单店营收基本处于上升趋势。2021年，公司直营店/加盟店的单店营收分别达到92.81万元/29.82万元，显著高于2017年的62.84万元/25.81万元。

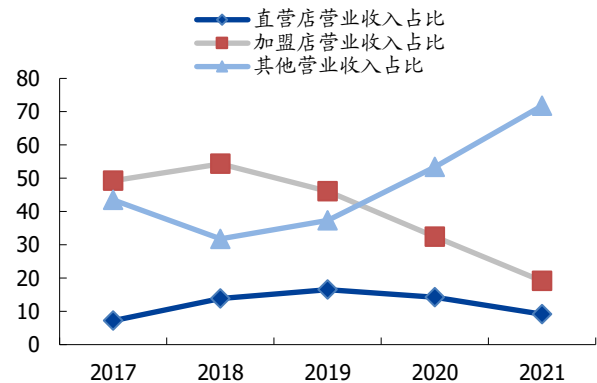
大牧首家线下旗舰店近日试营业，“露营生活方式”品牌持续建设。近日牧高笛 Mobi Garden 全国首家线下旗舰店在宁波试营开业，作为“大牧”的首家大型综合性门店，以“露营生活馆”作为门店定位，在为消费者提供一站式购买途径的同时，有望进一步触达并吸引都市中的潜在客群。

图表 52: 2014-2021 年公司加盟店及直营店店数 (个)



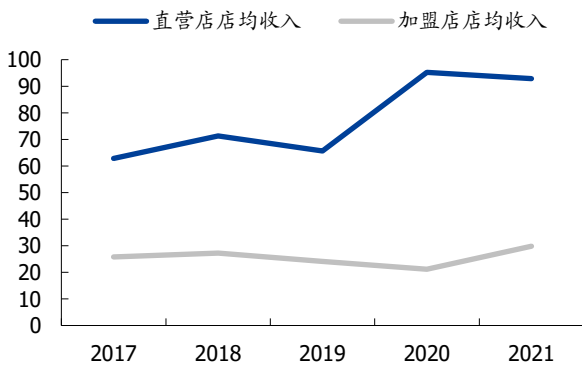
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 自有品牌业务各渠道收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 公司直营店/加盟店店均收入 (万元/家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 牧高笛全国首家线下旗舰店



资料来源: 微信公众号, 国盛证券研究所

我们分渠道对于公司自有品牌业务销售进行拆分与测算，考虑未来国内露营市场规模有望快速增长，我们作出以下假设：①假设公司大牧品牌销售的线上渠道及专业户外店及团购等渠道销售高速增长；②假设加盟店（小牧）渠道以过去几年国内运动鞋服市场规模增速中枢增长；③假设直营店渠道或在新开门店+店效提升的拉动下稳健增长。综合测算得 2022-2025 年公司国内自有品牌业务销售分别 7.92/11.35/14.91 亿元，同比分别增长 158.9%/43.2%/31.4%，占营业收入比重有望达到 50.5%/53.9%/55.2%。

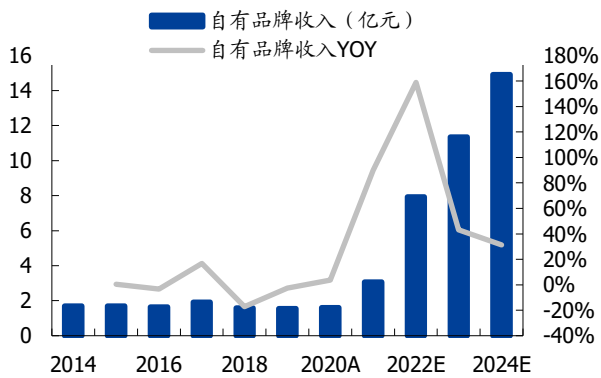
图表 56: 自有品牌收入拆分及预测表 (百万元, %)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
自有品牌销售收入	155	161	306	792	1,135	1,491
YOY	-2.5%	3.8%	90.0%	158.9%	43.2%	31.4%
占营业收入比	29.3%	25.1%	33.2%	50.5%	53.9%	55.2%
毛利率	36.7%	32.9%	33.9%	35.3%	35.4%	35.7%
1. 直营店	26	23	28	28	38	51
YOY	15.9%	-10.8%	21.8%	0.0%	35.0%	35.0%
占比	16.5%	14.2%	9.1%	3.5%	3.3%	3.4%
2. 加盟店	72	52	58	50	57	66
YOY	-17.2%	-27.0%	11.8%	-15.0%	15.0%	15.0%
占比	46.1%	32.5%	19.1%	6.3%	5.0%	4.4%
3. 其他渠道	58	86	220	715	1,040	1,375
YOY	14.6%	48.2%	155.7%	225.3%	45.4%	32.2%
占比	37.4%	53.4%	71.8%	90.2%	91.7%	92.2%
3.1 线上渠道	34	48	109	326	456	615
YOY	-6.8%	39.3%	126.7%	200.0%	40.0%	35.0%
占比	22.1%	29.7%	35.5%	41.1%	40.2%	41.3%
3.2 专业户外店、团购等渠道	24	38	111	389	584	759
YOY	71.8%	61.1%	192.2%	250.0%	50.0%	30.0%
占比	15.2%	23.6%	36.4%	49.1%	51.5%	50.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

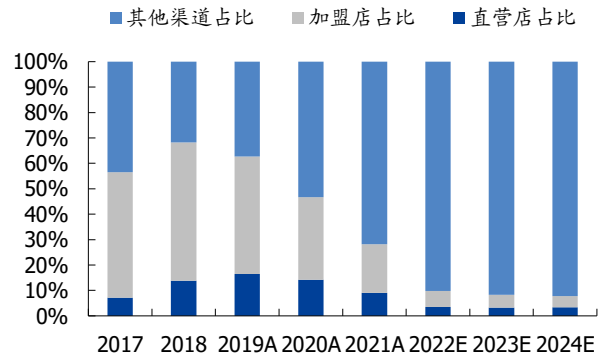
注: 直营店/加盟店/其他渠道等占比数据系渠道销售占自有品牌销售的比例。专业户外店及团购渠道销售=其他渠道销售-线上渠道销售。

图表 57: 自有品牌收入及预测 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 58: 自有品牌分渠道收入占比及预测 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

5. 财务分析及预测：受益行业红利，业绩有望高速攀升

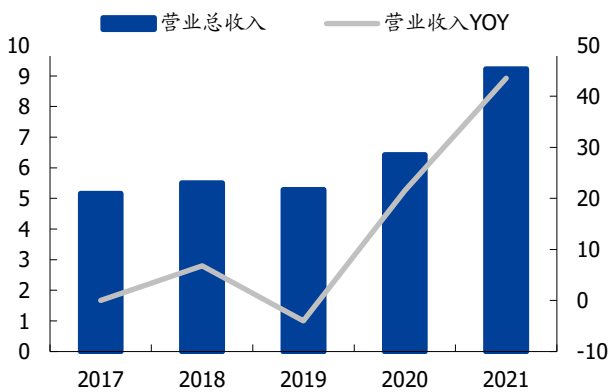
5.1 收入：行业景气带动销售快速增长，国内业务弹性更大

复盘公司近年发展情况，其业务在**2018及2019**两年承受短期压力。公司业务大部分为国外业务，受汇率影响较大，且新建及扩建基地过渡期效率低于成熟基地致制造成本上涨，加之海外市场周期规律因素（2019年系主要客户采购需求小年），公司在2018与2019两年经历业绩低谷。

2020年起公司业务表现开始反弹。1)参与户外露营的人数与频次增长，进而带动户外露营用品需求的增长。2)中国国民收入稳步增长的大环境下，人们对生活质量与户外活动的需求逐年上涨，2020年开始户外露营逐渐进入大众视野，热度不断提升。

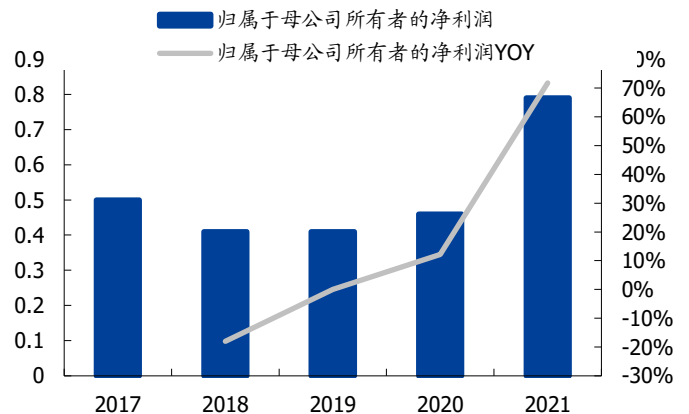
行业景气带动公司**2021年业务高速增长，国内业务增速更快。**2021年公司实现营业收入9.23亿元，同比增长43.64%；实现归母净利润0.79亿元，同比增长70.99%。其中：1)外销（ODM/OEM代工）业务实现收入6.15亿元，同比增长28%；2)自有品牌业务实现收入3.06亿元，同比增长90%。

图表 59: 近五年公司营业收入及增长率（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

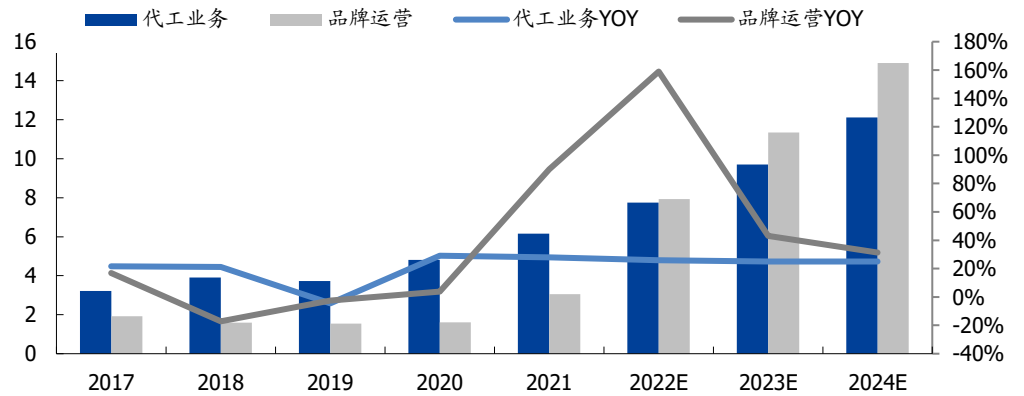
图表 60: 近五年公司归母净利润及增长率（亿元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

展望 2022 全年，我们认为公司业务规模有望延续高速增长。1)2022H1 公司收入+61%至 8.67 亿元/业绩+112%至 1.13 亿元，其中自有品牌业务销售 3.46 亿元（+182%）/代工业务销售 5.18 亿元（+25%）。2)在行业高景气加持下，我们判断全年高速增长趋势有望延续，**2022-2024 年收入有望分别达到 15.68/21.04/27.03 亿元，同比分别增长 69.8%/34.2%/28.5%**。3)分业务类型来看，我们预计**2022 全年国内自有品牌业务同比增速有望达 150%+**，海外代工业务订单充沛、全年销售有望稳健增长**25%+**。

图表 61: 2017-2024E 公司分业务类型销售收入及预测 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

5.2 盈利能力: 过去表现平稳, 未来有望优化

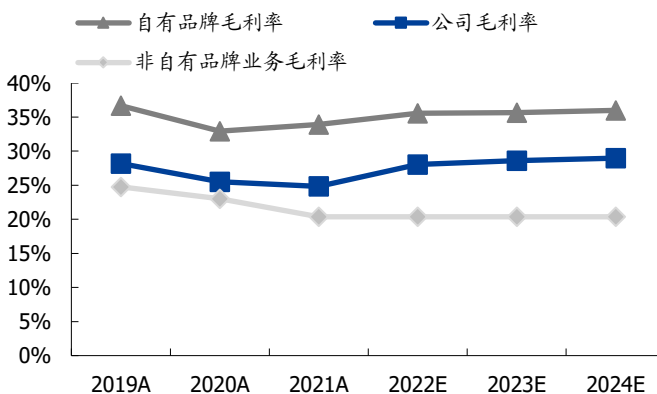
近两年公司毛利率稳定在 25% 左右。近两年来公司毛利率保持平稳, 2021 年毛利率为 25%。我们预计未来随着自有品牌业务(自有品牌业务毛利率高于代工业务)占比提升, 公司毛利率有望稳中有升, 2022-2024 年分别有望达到 28.1%/28.6%/29.0%。

1、具体分拆业务来看:

代工业务: 毛利率未来有望保持稳定: 2018 年因汇率波动原因, 公司代工业务毛利率同比下降, 2019 年有所回升。2020 年以来业务毛利率略有下降, 我们判断未来毛利率有望维持稳定。

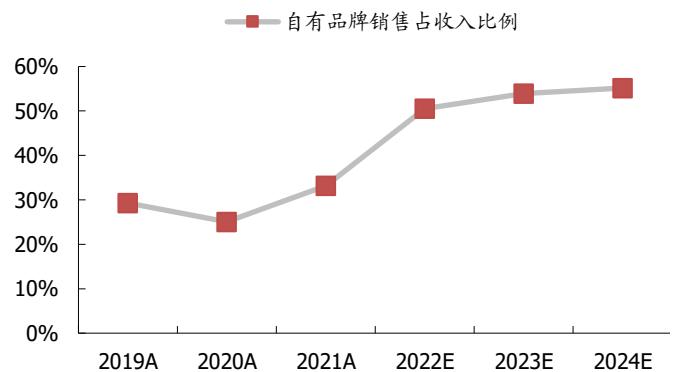
自有品牌: 产品结构优化、品牌力增强, 毛利率有望提升。 1) 得益于一体化的运营模式, 公司自有品牌业务毛利率水平整体高于代工业务。2) 自有品牌业务毛利率 2018 年以来下降, 2021 年略有回升至 34% 左右, 未来随着精致露营系列高毛利产品占比及品牌综合实力的提升, 我们判断国内自有品牌毛利率有望稳中有升, 2022-2024 年有望在 30% 中段左右。

图表 62: 2019-2024E 公司及分业务类别毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所
注: 非自有品牌业务主要为代工业务, 业务毛利率为计算所得。

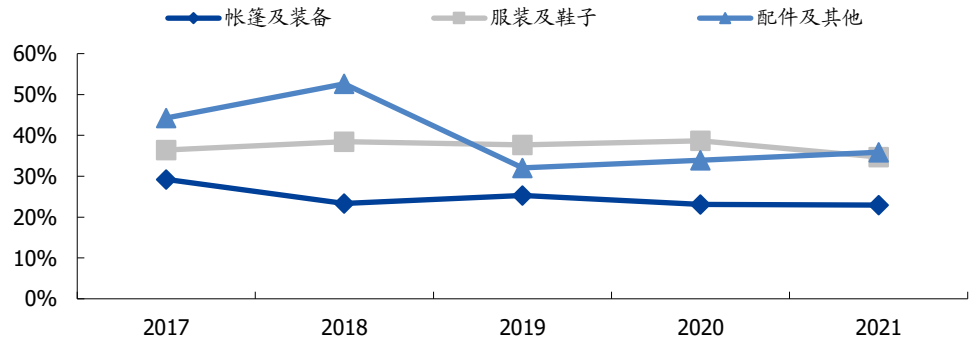
图表 63: 2019-2024E 公司自有品牌业务占营业收入比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

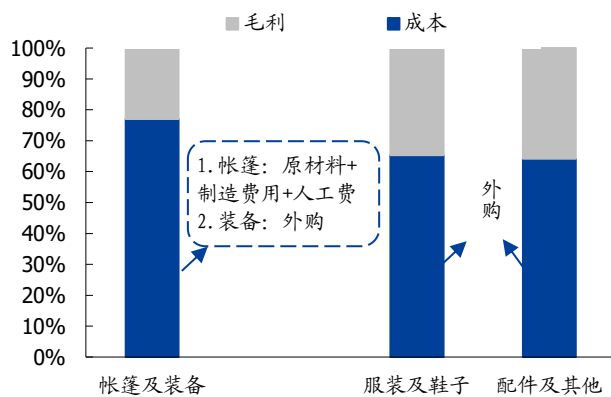
2、我们按产品类别分拆公司营业成本情况：公司帐篷产品主要为自主生产，装备类、服装鞋类、配件类产品为外购。1) 帐篷及装备类产品毛利率基本保持平稳，在23%~25%左右。而在公司的帐篷产品成本中，原材料成本占比约70%，人工费用占比约23%~25%，制造费用占比中高单位数，公司2017~2021年几项成本构成占比基本保持稳定。2) 服装及鞋子毛利率2017-2020年基本保持稳定，2021年略有下降。配件及其他产品毛利率波动较大。

图表 64: 2017-2021 年公司分产品品类毛利率 (%)



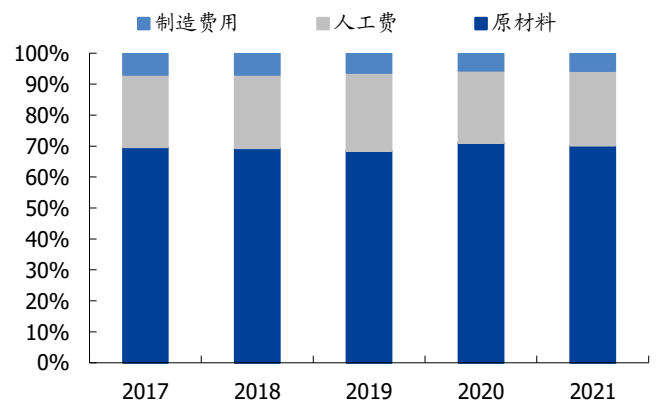
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 65: 2021 年公司分产品品类毛利及成本构成 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

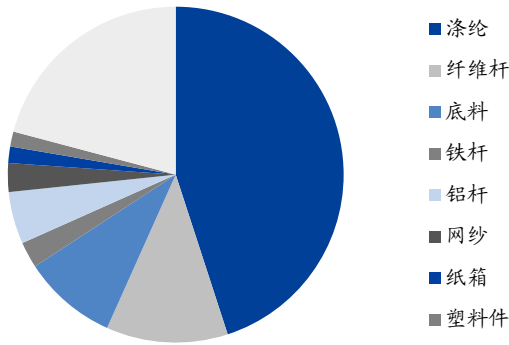
图表 66: 2018-2021 年公司帐篷产品成本构成 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ **核心品类帐篷产品的主要原材料为涤纶、纤维杆等，成本与石油价格呈现一定相关性。**1) 其中涤纶（2016年占公司原材料采购金额的45%）是石油的下游衍生品，因而公司的生产成本与油价之间存在一定的相关性。2018年末至2020年末全国涤纶长丝价格震荡下行，2021年震荡上行。2) 公司在代工业务中采用成本加成定价模式，以客户订单为基础进行生产安排。

图表 67: 2016 年公司各类原材料采购占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

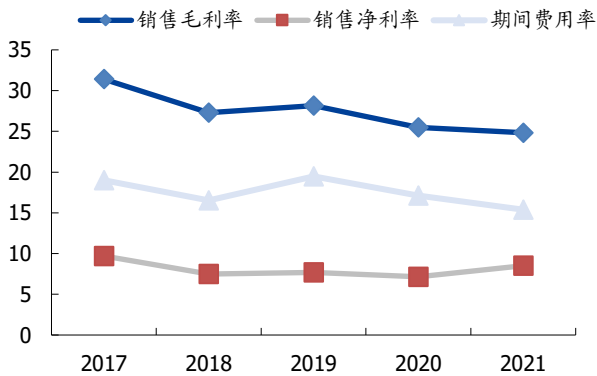
图表 68: 2018-2021 年全国涤纶长丝市场价 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

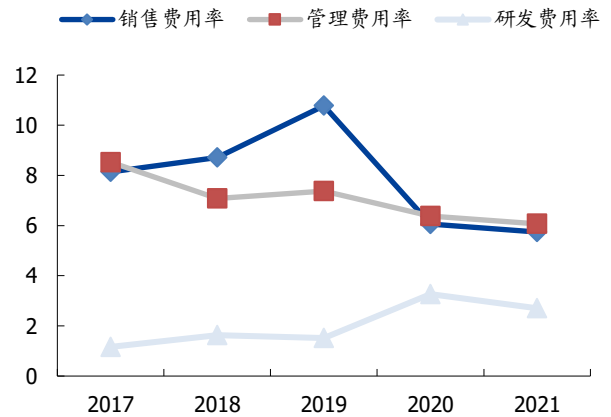
期间费用率: 整体平稳, 近两年略有下降。2021 年公司期间费用率较 2020 年下降 1.7Pcts 到达 15.4%。 1) 伴随公司规模效应显现、有效管控费用, 公司 2019~2021 年间销售费用率和管理费用率均有下降, 2021 年分别为 5.7%/6.1%。考虑公司收入快速增长带来的规模效应, 我们假设 2022 年管理费用率同比有所下降、未来保持持平; 考虑公司自有品牌高速增长并持续建设, 我们假设 2022 年销售费用率同比有所下降/未来平稳略升。2) 公司重视产品研发, 近年其研发费用率稳健提升, 2021 年为 2.8%, 我们假设未来趋势有望持续。

图表 69: 2017-2021 年公司销售毛利率与销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 2017-2021 年公司各项期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综合来看, 公司净利率与毛利率走势基本一致, 近年来先降后升, 盈利质量未来有望优化。随着公司未来收入快速增长、毛利率优化, 我们综合预测 2022-2024 年公司归母净利润为 1.81/2.53/3.32 亿元, 同比分别增长 130.1%/39.7%/31.5%, 净利率分别为 11.5%/12.0%/12.3%。

图表 71: 公司营业收入/归母净利润/毛利率/费用率/净利率情况及预测 (百万元, %)

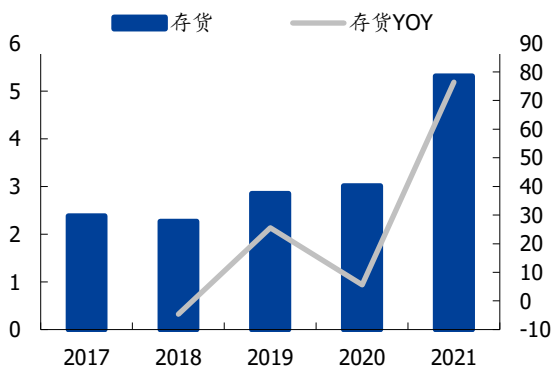
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	642.7	923.3	1,568.0	2,104.0	2,702.8
YOY	21.4%	43.6%	69.8%	34.2%	28.5%
归母净利润	46.0	78.6	180.9	252.7	332.3
YOY	12.7%	71.0%	130.1%	39.7%	31.5%
毛利率	25.5%	24.8%	28.1%	28.6%	29.0%
销售费用率	6.1%	5.8%	4.8%	4.8%	4.9%
管理费用率	6.3%	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用率	3.3%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
净利率	7.2%	8.5%	11.5%	12.0%	12.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

5.3 营运: 存货周转优化, 现金流有改善空间

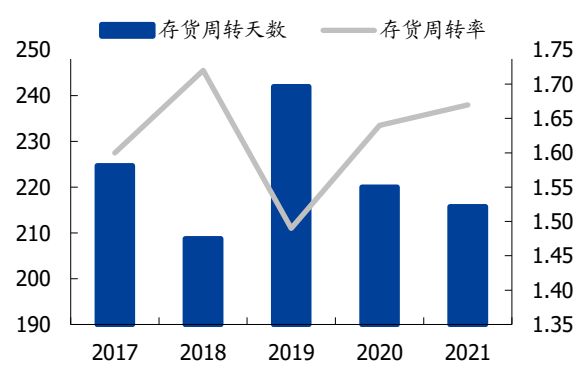
在手订单增多带动存货规模上升, 但周转持续加速。2021 年公司持有存货 5.31 亿元, 同比增长 76.57%, 主要原因系自有品牌业务装备随着市场增量备货且 OEM/ODM 业务 2022 年在手订单较上年同期增加而备货。近年来公司存货周转率持续上升, 2019/2020/2021 年存货周转率分别为 1.49/1.64/1.67。

图表 72: 近五年公司存货及其增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

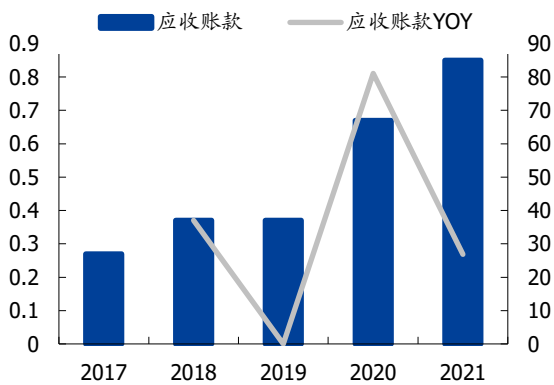
图表 73: 近五年存货周转天数及存货周转率 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

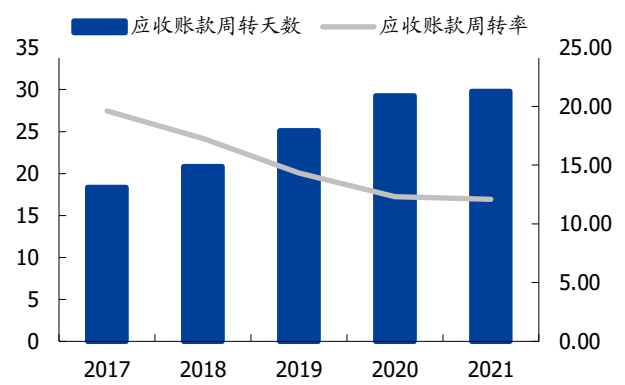
应收账款周转略有放慢。2021 年公司应收账款 0.85 亿元, 同比增长 26.61%, 近年来公司应收账款规模持续上升, 原因系 OEM/ODM 销售规模增加而致应收款增加影响所致。近年来公司应收账款周转率略有下降, 2019/2020/2021 年应收账款周转率分别为 14.34/12.31/12.09。

图表 74: 近五年公司应收账款及其增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

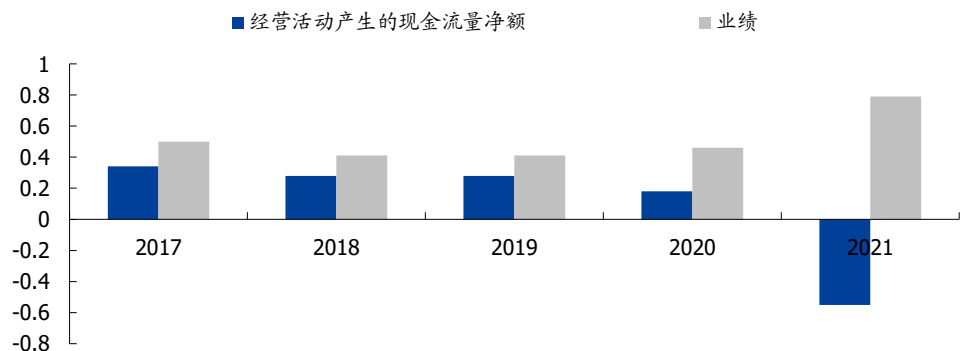
图表 75: 近五年应收账款天数及应收账款周转率 (天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

经营性现金流净降低, 现金流短期承压。2021 年公司经营性现金流净额为-0.55 亿元, 同比下降 411.39%。主要因采购支付增加、为职工支付的资金同期增加等所致。近年来公司经营性现金净额基本平稳, 有轻微下降趋势, 规模与业绩相比较低, 我们认为公司现金流状况有待提升。

图表 76: 近五年公司业绩及经营性现金流净额表现 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 估值与投资建议

绝对估值：按照 DCM 模型 FCFF 估值法，假设永续增长率为 3%、市场预期收益率为 10%、 β 值为 1，加权平均资本成本 WACC 为 7.16%，再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析，测算得出目标价 **123.38 元**，对应 **2023 年 PE 为 32.6 倍**。

图表 77: 公司绝对估值敏感性

永续增长率 g WACC	2.47%	2.59%	2.72%	2.86%	3.00%	3.15%	3.31%	3.47%	3.65%
5.89%	159.98	165.30	171.32	178.20	186.13	195.34	206.17	219.05	234.63
6.18%	145.66	150.06	155.01	160.62	167.03	174.41	182.99	193.08	205.08
6.49%	132.93	136.58	140.67	145.27	150.50	156.46	163.33	171.31	180.70
6.81%	121.55	124.59	127.98	131.78	136.06	140.92	146.46	152.85	160.27
7.16%	111.34	113.88	116.70	119.85	123.38	127.36	131.86	137.01	142.94
7.51%	102.14	104.27	106.63	109.25	112.17	115.44	119.13	123.31	128.08
7.89%	93.83	95.62	97.60	99.78	102.21	104.91	107.94	111.36	115.23
8.28%	86.30	87.81	89.47	91.30	93.32	95.56	98.06	100.87	104.03
8.70%	79.46	80.73	82.13	83.66	85.35	87.22	89.29	91.60	94.19

资料来源：国盛证券研究所测算

相对估值：1) 当前价格对应 2022-2024 年对应 P/E 为 38.2/27.3/20.8 倍，高于可比公司对应 P/E 均值 (27.1/19.5/15.2 倍)。2) 考虑到公司所处细分赛道的景气度及其国内自主品牌业务给业绩带来的弹性，我们在行业中值基础上给与公司一定的估值溢价，目标价对应 2023 年 P/E 为 32.6 倍，涨幅空间 19.1%。

图表 78: 可比公司估值表 (股价截至 2022/09/13)

公司代码	公司简称	股价	EPS (元/股)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603908.SH	牧高笛	82.96	2.71	3.79	4.98	38.2	27.3	20.8
605080.SH	浙江自然	66.50	2.92	3.67	4.60	20.0	15.9	12.7
300577.SZ	开润股份	15.46	0.62	0.93	1.18	23.0	15.3	12.1
行业平均						27.1	19.5	15.2

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所测算

注：牧高笛、浙江自然盈利预测为国盛证券研究所测算，开润股份盈利预测为 Wind 一致预期。

综合考虑盈利预测与估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。1) 我们综合预测 2022-2024 年公司归母净利润为 1.81/2.53/3.32 亿元，同比分别增长 130.1%/39.7%/31.5%，未来 3 年的复合增速约 62%。2) 当前股价对应 2023 年 PE 为 27 倍，当前市值 69 亿。目标价对应 2023 年 PE 为 32.6 倍，目标市值 82 亿。3) 结合 DCF 模型及公司相对估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业景气波动风险。当前户外赛道景气度高，若未来行业景气下行或不及预期，恐对公司下游需求产生影响。

原材料价格波动风险。公司核心品类帐篷产品的主要原材料为涤纶、纤维杆等，成本与石油价格呈现一定相关性。其中涤纶（2016年占公司原材料采购金额的45%）是石油的下游衍生品，因而公司的生产成本与油价之间存在一定的相关性，原材料价格波动或影响经营业绩。

大客户订单波动风险。公司第一大客户迪卡侬占外销比重约50%，若客户订单转移或出现波动，可能不利于公司业务表现。

汇率波动风险。公司代工业务产品销售以出口为主，倘若汇率出现波动，可能对公司报表端产生影响。包括：1）汇率波动对于人民币计价的产品单价有所影响，进而影响销售端及毛利率端。2）汇率波动将影响汇兑损益，或会影响报表端业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com