

2022年10月28日

费用计提、套保亏损不改露营行业增长趋势

牧高笛(603908)

评级:	买入	股票代码:	603908
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	112.94/27.80
目标价格:		总市值(亿)	38.90
最新收盘价:	58.33	自由流通市值(亿)	38.90
		自由流通股数(百万)	66.69

事件概述

2022年前三季度公司收入/净利/扣非净利分别为11.58/1.30/1.32亿元、同比增长59.96%/82.35%/115.58%，其中Q3单季公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为2.91/0.17/0.22亿元、同比增长55.98%/-5%/45.78%。Q3收入符合市场预期，净利低于预期我们分析主要由于推广费用增加、小牧库存计提、汇兑亏损及运费增加、但扣非净利高于净利，我们分析主要由于汇兑亏损730万元。

分析判断:

Q3外销放缓，大牧维持高增、线下增速高于线上。(1) Q3外销业务收入1.14亿元、同比增长11.11%，前三季度外销收入6.31亿元、同比增长21.98%，Q3放缓我们分析和海外通胀下需求放缓及欧洲去库存有关。

(2) Q3品牌业务收入1.73亿元、同比增长80.96%；其中大牧/小牧收入分别为1.52/0.22亿元，同比增长158%/-8%；大牧线上/线下收入分别为0.72/0.8亿元，同比增长148%/167%，淡季不淡、高基数基础上仍维持了高增长。前三季度品牌收入5.19亿元、同比增长152.02%；其中大牧/小牧收入为4.66/0.53亿元、同比增长228.17%/-17.29%，大牧线上/线下收入为2.19/2.47亿元、同比增长185.84%/279.56%；小牧直营/加盟店收入为0.16/0.37亿元、同比下降3.41%/22.73%。

毛利率环比进一步提升，Q3单季净利率下降由于销售费用率增加、小牧库存计提、汇兑亏损增加。(1) Q3单季毛利率为28.99%、同比提升3.82PCT。2022前三季度公司毛利率为27.70%、同比提高3.33PCT；其中外销/品牌业务毛利率分别为21.46%/35.77%，分别提升0.92/1.42PCT。品牌业务具体来看，小牧直营/小牧加盟/大牧线上/大牧线下的毛利率分别为52.25%/26.69%/39.78%/32.53%，同比提升1.32/-6.28/3.30/3.78PCT。(2) Q3单季净利率为5.89%、同比下降3.78PCT。Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为8.87%/7.69%/3.67%/-0.61%，同比增加3.27/-1.43/0.30/-1.48PCT，销售费用增加1600万元我们分析主要由于推广费用及运费增加。投资收益/收入下降3.87PCT、投资收益减少730万元；资产减值损失/收入增加0.71PCT、资产减值损失增加200万元，所得税/收入增加2.08PCT。

存货增加主要由于双十一备货。2022Q3公司存货为6.48亿元、同比增长78%、环比增长21%，存货周转天数为190.15天、同比增长26.02天；应收账款为1.29亿元、同比上升40.32%，应收账款周转天数为24.98天、同比下降4.73天；应付账款周转天数为61.61天、同比下降21.8天。存货增加主要因为即将到来的大促活动销售旺季，公司提前增加存货储备。

投资建议

我们分析，(1)短期Q3净利低于预期主要由于一次性费用计提，不改露营行业高景气度趋势；(2)海外需求虽然有所放缓，但一方面，公司内销占比已超过外销，另一方面，公司外销大客户集中度仍在提升，我们预计明年仍有望保持稳健增长；(3)相较同行，公司优势在于自有产能保障及高品质、高颜值设计、消费者教育推广，增速持续与同行拉开差距；从产品连带和复购趋势来看，露营正在成为新的生活方式，且露营风尚正在从一线拓展到二三线。对比美国15%、日本6%，国内露营渗透率为3%、精致露营渗透率还不到1%，仍有2-3倍的提升空间。考虑Q3净利低于预期，维持22-24年收入分别为15.66/20.48/25.33亿元，下调归母净利1.88/2.45/3.08亿元至1.56/2.30/2.87亿元，对应下调EPS2.82/3.68/4.75元至2.34/3.45/4.30元，2022

年 10 月 27 日收盘价 58.33 元对应 22-24 年 PE 分别为 25/17/14X，公司已公告大股东提前结束减持、并拟回购 1500-3000 万元，充分调动公司员工的积极性，目前估值基本调整至海外 SNOWPEAK 在日本疫情放开后的估值水平、调整已较为充分，维持“买入”评级。

风险提示

疫情的不确定性，露营渗透率提升低于预期，露营地供给不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	643	923	1,566	2,048	2,533
YoY (%)	21.4%	43.6%	69.7%	30.8%	23.7%
归母净利润(百万元)	46	79	156	230	287
YoY (%)	12.7%	71.0%	98.4%	47.4%	24.8%
毛利率 (%)	25.5%	24.8%	27.4%	28.6%	28.8%
每股收益 (元)	0.69	1.18	2.34	3.45	4.30
ROE	10.5%	16.8%	25.0%	26.9%	25.1%
市盈率	145.00	85.00	24.94	16.91	13.55

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	923	1,566	2,048	2,533	净利润	79	156	230	287
YoY (%)	43.6%	69.7%	30.8%	23.7%	折旧和摊销	17	10	11	12
营业成本	694	1,138	1,462	1,803	营运资金变动	-161	113	51	55
营业税金及附加	3	6	8	10	经营活动现金流	-55	289	291	347
销售费用	53	92	121	148	资本开支	-13	-10	-11	-12
管理费用	56	83	117	142	投资	37	0	0	-183
财务费用	8	10	-2	-8	投资活动现金流	25	6	8	-171
资产减值损失	-12	-14	-15	-17	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	16	19	23	债务募资	35	-210	-113	0
营业利润	93	206	300	386	筹资活动现金流	-37	-224	-117	0
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	-69	72	182	176
利润总额	93	207	301	387	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	15	43	54	70	成长能力 (%)				
净利润	79	164	247	317	营业收入增长率	43.6%	69.7%	30.8%	23.7%
归属于母公司净利润	79	156	230	287	净利润增长率	71.0%	98.4%	47.4%	24.8%
YoY (%)	71.0%	98.4%	47.4%	24.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.18	2.34	3.45	4.30	毛利率	24.8%	27.4%	28.6%	28.8%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率率	8.5%	10.5%	12.0%	12.5%
货币资金	171	243	425	601	总资产收益率 ROA	6.6%	11.0%	13.4%	13.0%
预付款项	21	28	37	45	净资产收益率 ROE	16.8%	25.0%	26.9%	25.1%
存货	531	610	666	724	偿债能力 (%)				
其他流动资产	355	429	482	717	流动比率	1.56	1.71	1.92	2.03
流动资产合计	1,077	1,310	1,610	2,088	速动比率	0.76	0.88	1.08	1.28
长期股权投资	10	10	10	10	现金比率	0.25	0.32	0.51	0.58
固定资产	39	40	41	41	资产负债率	60.5%	56.0%	50.3%	48.1%
无形资产	11	11	11	11	经营效率 (%)				
非流动资产合计	109	110	111	112	总资产周转率	0.78	1.10	1.19	1.15
资产合计	1,186	1,420	1,721	2,200	每股指标 (元)				
短期借款	324	113	0	0	每股收益	1.18	2.34	3.45	4.30
应付账款及票据	301	530	681	840	每股净资产	7.03	9.36	12.81	17.12
其他流动负债	65	125	157	191	每股经营现金流	-0.83	4.34	4.36	5.21
流动负债合计	690	768	838	1,031	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	28	28	28	28	PE	85.00	24.94	16.91	13.55
非流动负债合计	28	28	28	28	PB	5.91	6.23	4.55	3.41
负债合计	718	796	866	1,058					
股本	67	67	67	67					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	469	625	855	1,142					
负债和股东权益合计	1,186	1,420	1,721	2,200					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。